Народна банка Србије

2011

мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2011 мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ
Београд, Краља Петра 12
Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17
Тел. 011/333-8000
www.nbs.rs
Тираж: 100 примерака
ISSN 1820-9408

Уводна напомена

Споразум о циљању (таргетирању) инфлације, који су потписале Влада Републике Србије и Народна банка Србије, означава формални прелазак Народне банке Србије на инфлационо таргетирање као режим монетарне политике почевши од 1. јануара 2009. године. Основни принципи и функционисање овог режима утврђени су Меморандумом о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији.

Будући да је један од основних принципа инфлационог таргетирања јачање транспарентности монетарне политике и ефикасна комуникација с јавношћу, Народна банка Србије тромесечно припрема и објављује *Извештај о инфлацији*, као најважније средство информисања јавности. Овим извештајем јавности се пружају на увид дешавања у економији која опредељују одлуке Извршног одбора Народне банке Србије[1] и активности централне банке.

Извештај о инфлацији садржи информације о садашњој и очекиваној инфлацији, анализу макроекономских кретања која је детерминишу, објашњење разлога за доношење конкретних одлука Извршног одбора, као и оцену ефикасности монетарне политике која је вођена у протеклом тромесечју. Садржи и пројекцију инфлације за осам наредних тромесечја, приказ претпоставки на којима се та пројекција заснива, као и анализу главних ризика остваривања циљане инфлације.

Приступ јавности овим информацијама омогућиће боље разумевање монетарне политике коју спроводи централна банка и њене одлучности у остваривању циљане инфлације, а свакако ће допринети сузбијању инфлаторних очекивања и постизању и одржавању стабилности цена, што и јесте основни циљ Народне банке Србије утврђен законом.

Мајски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 12. маја 2011. године.

Сви досадашњи извештаји о инфлацији доступни су јавности на сајту Народне банке Србије (http://www.nbs.rs).

Извршни одбор Народне банке Србије:

Дејан Шошкић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Бојан Марковић, вицегувернер

Мира Ерић Јовић, вицегувернер

[1] У складу са Законом о изменама Закона о Народној банци Србије ("Службени гласник РС", бр. 44/2010), Извршни одбор, као орган Народне банке Србије, преузео је сва овлашћења досадашњег Монетарног одбора.

СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
CEFTA – Уговор о слободној трговини земаља централне Европе
дсз. – десезонирано
ЕЦБ – Европска централна банка
ЕИБ – Европска инвестициона банка
EMBI – индекс обвезница тржишта у успону
ФЕД – Систем федералних резерви САД
ИПЦ – индекс потрошачких цена
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
мг. – међугодишње
млн – милион
млрд – милијарда
ММФ – Међународни монетарни фонд
НДВ – непољопривредна додата вредност
OPEC – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
п.п. – процентни поен
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме 1

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја 3

Осврт 1: Реакција монетарне политике и брзина враћања инфлације у границе циља 5

III. Кретање инфлације 7

Осврт 2: Утицај цена примарних пољопривредних производа на инфлацију 11

IV. Детерминанте инфлације 13

1. Кретања на тржишту новца 13
2. Кретања на девизном тржишту и курс динара 19
3. Кретања на тржишту капитала 21
4. Агрегатна тражња 22
5. Економска активност 27

Осврт 3: Ревизија података о БДП-у 30

6. Кретања на тржишту рада 31
7. Међународно окружење 32

V. Пројекција инфлације 35

Осврт 4: Ефекат базе и кретање међугодишње стопе инфлације 40

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије 41

Табела Б. Основни макроекономски индикатори 42

Табела В. Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а 43

Додатак: Писмо Народне банке Србије Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља 44

Списак графикона и табела 46

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе 48

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије 49

I. Резиме

Инфлација у Т1 изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

Због снажног раста цена пољопривредних производа, као и изражене нестабилности цена хране, инфлација је током првог тромесечја била изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Инфлација је у марту износила 14,1% (циљ је био 5,6 ± 1,9%), чиме је одступање инфлације од утврђеног циља трајало шест узастопних месеци. Народна банка Србије је у априлу писмом обавестила Владу о разлозима тог одступања, о томе у ком периоду се очекује повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља, као и о мерама економске политике за враћање инфлације у границе дозвољеног одступања од циља.

Раст потрошачких цена у највећој мери последица раста цена хране ...

Најјачи инфлаторни притисци су потицали од повећаних трошкова производње прерађене хране због скока цена примарних пољопривредних производа у свету и код нас. Раст потрошачких цена у првом тромесечју је износио 5,5%, а око две трећине тог раста односи се на прехрамбене производе и воће и поврће.

... и регулисаних цена.

Регулисане цене су порасле 4,7% у првом тромесечју и тиме су већ остварене две трећине с Владом договореног пораста ових цена за 2011. годину (7 ± 2%). Раст регулисаних цена ће се у првој половини године приближити горњој граници раста планираног за целу годину.

Раст економске активности ...

Процењује се да је у првом тромесечју дошло до опоравка економске активности – десезонирани раст БДП-а је износио 1,0%. Међугодишњи раст БДП-а и НДВ-а је достигао 2,4% и 2,8%, респективно.

... и смањење негативног производног јаза.

Смањен негативни производни јаз указује на слабији дезинфлаторни утицај агрегатне тражње.

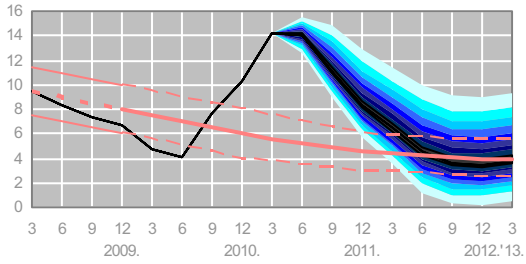
Већа агрегатна тражња резултат веће домаће тражње, пре свега инвестиционе.

Процењује се да је у првом тромесечју забележен опоравак домаће тражње, првенствено захваљујући расту приватних инвестиција. Домаћа тражња је дала кључни допринос расту економске активности, будући да је допринос нето извоза негативан.

Јачање динара од краја прошле године ће помоћи процесу смањења инфлације.

Као резултат јачања динара, у првом тромесечју је забележена увозна дефлација. Динар је ојачао услед

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Инфлационa очекивања стабилизована на незнатно вишем нивоу у односу на претходно тромесечје.

заоштравања монетарне политике, знатног пада премије ризика земље, раста кредитног рејтинга и, отуда, раста учешћа страних инвеститора на домаћем финансијском тржишту. Апрецијацијски притисци су регионална појава, која се огледа у већем приливу капитала у земље региона, растућој извозној тражњи, као и заоштравању монетарних политика због растућих инфлаторних притисака.

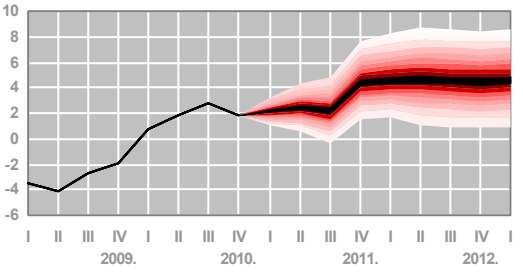
Инфлациона очекивања, иако изнад циља, нису порасла у већој мери, што указује на увереност економских учесника да је актуелно убрзање инфлације привремено, с обзиром на узроке инфлације и мере које предузима Народна банка Србије.

Повећање рестриктивности монетарне политике ...

Народна банка Србије је повећавала рестриктивност монетарне политике, водећи рачуна да се инфлација у средњем року стабилизује око циља. Референтна стопа је од почетка године повећана за 100 базних поена, са 11,5% на 12,5%. Поред тога, у складу с новом одлуком о обавезној резерви банака, заустављен је процес релаксације обавезне резерве.

... у складу са одржавањем инфлације у границама циља у средњем року.

Пројекција раста бруто домаћег производа
(међугодишње стопе, у %)



Очекује се да ће инфлација почети да се враћа ка циљу од маја или јуна, да ће се у границама дозвољеног одступања од циља наћи у првој половини 2012, а да ће се око централне вредности циља кретати у другој половини те године (циљ за крај 2012. је 4 ± 1,5%). Инфлација ће опадати по основу слабљења трошковних притисака на раст цена хране, ниске агрегатне тражње и јачања динара. Бржи опоравак економске активности у наредном периоду и пројекција раста БДП-а од 3,0% у овој и 4,5% у наредној години у складу су с таквом пројекцијом инфлације.

Кључни ризици остварења пројекције односе се на кретање премије ризика земље, цене хране и државну потрошњу.

Највећи ризици остварења нове пројекције инфлације односе се на кретање премије ризика земље, цене хране и дефицит буџета. Ризици пројекције су асиметрични навише, због могућности експанзивније фискалне политике и задржавања цена хране на високом нивоу.

Референтна каматна стопа је при врху или на врху тренутног циклуса.

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир ризике, Извршни одбор процењује да је референтна каматна стопа при врху или на врху тренутног циклуса. Ради одржавања инфлације у границама циља у средњем року, Народна банка Србије ће вероватно и у наредном периоду спроводити рестриктивну монетарну политику користећи све расположиве инструменте монетарног регулисања.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја

Заоштравање монетарне политике је настављено током Т1. Обе компоненте индекса монетарних услова утицале су да монетарна политика поприми рестриктиван карактер.

Народна банка Србије је на почетку 2011. године наставила да предузима рестриктивне мере монетарне политике, водећи рачуна да се инфлација у средњем року стабилизује око циља. У току Т1, референтна каматна стопа је повећана за 75 базних поена, са 11,50% на 12,25%. У априлу је уследило још једно повећање референтне каматне стопе – на 12,50%. Поред тога, на почетку јануара је, у складу с новом одлуком о обавезној резерви, заустављен процес релаксације обавезне резерве. Јачање динара од краја прошле године позитивно ће утицати на процес снижавања инфлације.

Одлуку Извршног одбора Народне банке Србије да настави са заоштравањем монетарне политике определила је потреба за обуздавањем инфлаторних притисака, подстакнутих растом цена хране, регулисаних цена, повећањем инфлационих очекивања и растом светских цена нафте. С друге стране, Извршни одбор је имао у виду да ниска агрегатна тражња има (иако у мањој мери) дезинфлаторан утицај и поред одмрзавања пензија и зарада у јавном сектору. Узео је у обзир и да цене увозних производа нису вршиле притисак на инфлацију захваљујући јачању динара од краја прошле године.

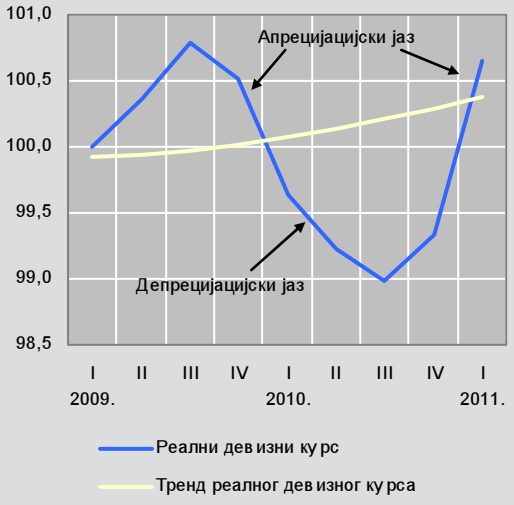
Због снажног раста цена пољопривредних производа, као и изражене нестабилности цена хране, инфлација је и током Т1 била изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. У марту је износила 14,1% (циљ 5,6 ± 1,9%), чиме је одступање инфлације од утврђеног циља трајало шест узастопних месеци. Народна банка Србије је у априлу писмом обавестила Владу о разлозима тог одступања, о томе у ком периоду се очекује повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља, као и о мерама економске политике за враћање инфлације у границе дозвољеног одступања од циља (видети Додатак, стр. 44).

Уколико не дође до непредвиђених шокова, Народна банка Србије очекује да ће инфлација почети да се враћа ка циљу од маја или јуна ове године, да ће се у границе дозвољеног одступања од циља вратити у П1 2012. и да ће се око централне вредности циља кретати у другој половини те године (циљ за крај 2012. је 4 ± 1,5%). Пад инфлације од средине ове године очекујемо по основу испољавања пуних ефеката до сада предузетих мера монетарне политике, слабљења трошковних притисака на раст цена хране, ниске агрегатне тражње и јачања динара. Народна банка Србије ће наставити да процењује потребан

Графикон II.0.1. **Индекс монетарних услова**

Након смањивања степена експанзивности од средине прошле године, монетарна политика је у Т1 поприми рестриктиван карактер.

Графикон II.0.2. **Реални девизни курс и његов тренд**
(базни индекс, I 2009 = 100)



Отварање апрецијацијског јаза реалног девизног курса у T1 допринело је рестриктивном карактеру монетарне политике.

Графикон II.0.3. **Реална каматна стопа и њен тренд**
(у %)

Реална каматна стопа је у T1 премашила неутралан ниво, што је утицало да монетарна политика поприми рестриктиван карактер.

степен рестриктивности монетарне политике узимајући у обзир све инструменте које има на располагању, како би се обезбедило враћање инфлације на циљ у средњем року.

Као резултат пооштравања монетарне политике у последњих девет месеци, карактер монетарне политике, оцењен на основу индекса монетарних услова[2], промењен је – монетарна политика је, након све мањег степена експанзивности током друге половине прошле године, у T1 била рестриктивна. Тој промени допринеле су обе компоненте индекса монетарних услова, и апрецијацијски јаз реалног девизног курса и реална каматна стопа изнад неутралног нивоа (тренда).

Апрецијацијски јаз реалног девизног курса је у T1 отворен. На отварање апрецијацијског јаза реалног девизног курса утицали су номинална апрецијација динара према евру, као и бржи раст домаћих цена од цена у еврозони. Имајући у виду текућа кретања девизног курса, у T2 се очекује проширивање апрецијацијског јаза реалног девизног курса.

И по основу друге компоненте индекса монетарних услова – реалне каматне стопе – монетарна политика је попримила рестриктиван карактер. Због бржег номиналног раста двонедељне каматне стопе BELIBOR од раста инфлационих очекивања, реална каматна стопа BELIBOR је у T1 повећана. Истовремено је настављен знатан пад њеног тренда, чему је пре свега допринео пад премије ризика земље и наставак смањења тренда реалних каматних стопа на иностраном тржишту новца. Због таквих кретања, реална двонедељна каматна стопа BELIBOR премашила је неутралан ниво (тренд) у просеку за око 100 б. п.

У складу са опредељењем да користи све расположиве инструменте монетарне политике како би инфлацију довео у границе циља у средњем року, Извршни одбор Народне банке Србије је на првој седници у јануару 2011. године донео нову одлуку о обавезној резерви. Мере предложене у оквиру нове регулативе не значе повлачење ликвидности на нивоу банкарског система, већ мање ослобађање ликвидности у односу на претходно важећу одлуку. Кључне новине односе се на: а) диференцијацију стопе обавезне резерве према рочној структури извора (до две године и преко две године)[3], што је пракса Европске централне банке, и б) динарско издвајање дела девизне обавезне резерве по диференцираним стопама.

[2] Индекс реалних монетарних услова.
[3] Диференциране стопе динарске обавезне резерве су: 5% на изворе до две године и 0% на изворе преко две године. Диференциране стопе девизне обавезне резерве су: 30% на изворе до две године, уз 15% динарског издвајања, и 25% на изворе преко две године, уз 10% динарског издвајања.

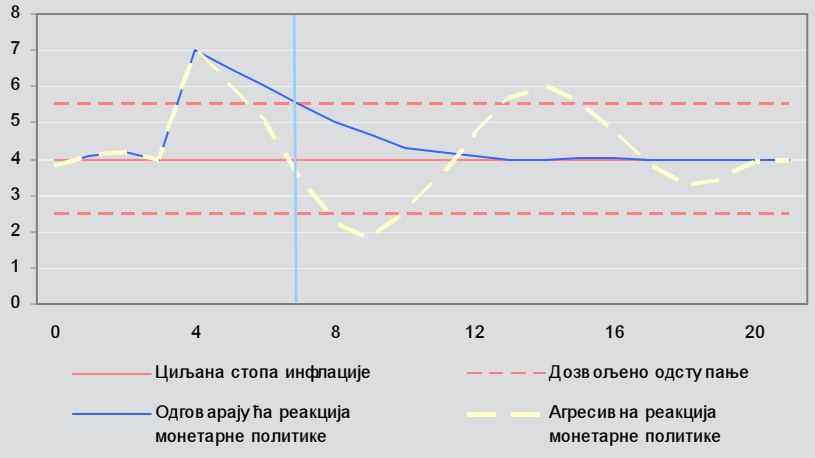
Осврт 1: Реакција монетарне политике и брзина враћања инфлације у границе циља

Инфлаторни шокови, као што је снажан раст цена хране од претходне пољопривредне сезоне, представљају велики изазов за одржавање инфлације у границама циља. Народна банка Србије је од августа прошле године пооштрила монетарну политику, али ће се и поред тога инфлација до краја 2011. кретати изнад горње границе циља, у које ће се вероватно вратити „тек“ у првој половини 2012. године. Због тога би се могло поставити питање – зашто реакција централне банке није била снажнија?

Најпре, треба имати у виду да је инфлациони циљ Народне банке Србије постављен континуирано, тј. за сваки месец у години, а не само за крај године, како се понекад погрешно интерпретира у делу јавности. Због тога је остварење циљане инфлације у нпр. марту или јуну за Народну банку Србије од подједнаке важности као и њено остварење у децембру.

Поред тога, циљ Народне банке Србије није да доведе инфлацију у границе циља што пре по сваку цену, већ да то уради водећи рачуна о средњорочној стабилности инфлације. „Кратковида“ монетарна политика, оријентисана на што брже враћање инфлације на циљ резултира претераном реакцијом и нестабилнијом инфлацијом у односу на монетарну политику оријентисану на одрживо враћање инфлације на циљ.

Графикон О 1.1. **Инфлација при различитим реакцијама монетарне политике** (међугодишње стопе, у %)

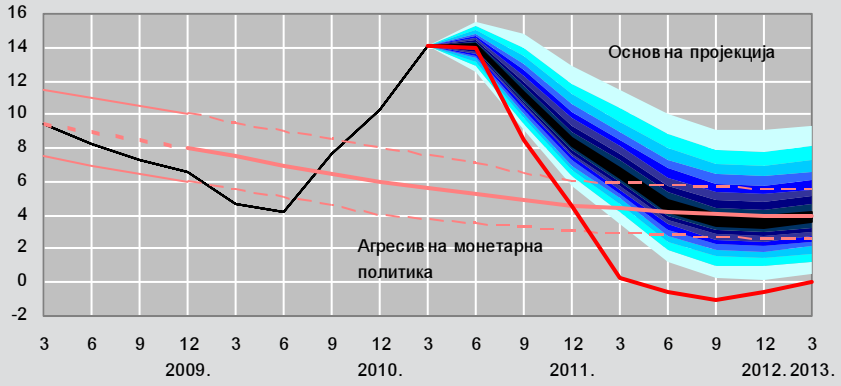


На графикону О 1.1. хипотетички је илустрована разлика у кретању инфлације као резултат различитих реакција монетарне политике на инфлаторни шок. Пуном плавом линијом приказано је да се у случају одговарајуће реакције монетарне политике инфлација, након иницијалног шока, враћа у границе циља четири тромесечја касније, а на сам циљ након приближно годину и по, где после тога остаје. У другом случају (испрекидана жута линија), монетарна политика на инфлаторни шок реагује снажним повећањем рестриктивности како би се инфлација вратила ка циљу што пре. Инфлација би се у том случају заиста вратила у границе циља веома брзо, након два тромесечја, а на сам циљ већ након три тромесечја. Међутим, због временског помака деловања мера монетарне политике, таква реакција централне банке би не само сузбила инфлаторне притиске већ би и изазивала снажне дезинфлаторне притиске, па би стога уследило подбацивање циља. На то би централна банка поново снажно реаговала, овај пут експанзивном политиком, што би касније поново изазивало пребацивање циља. Стабилизација инфлације око циља при оваквој монетарној политици је знатно спорија него у случају одговарајуће реакције на иницијални инфлаторни шок, а изазива и више трошкове услед нестабилности производње и тржишта рада.

У претходном периоду, Народна банка Србије је била суочена са снажним флуктуацијама цена хране. Од друге половине 2008. до прве половине 2010. године, цене хране имале су дезинфлаторно дејство, што је у првој половини 2010. био главни узрок подбацивања доње границе циља. Монетарна политика Народне банке Србије у том периоду била је руковођена одрживим враћањем инфлације у границе циља. Мада је агресивнијим спуштањем референтне стопе у току 2009. и почетком 2010. године Народна банка Србије могла да спречи

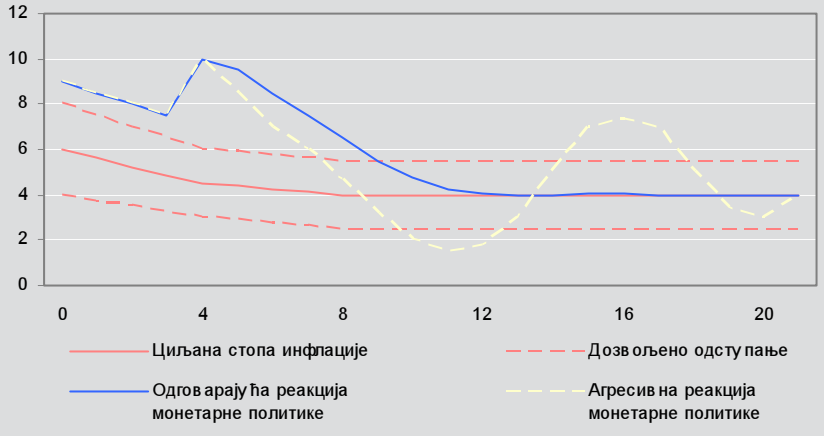
подбацивање циља, то би у другој половини 2010. и у току 2011. године резултирало још снажнијим инфлаторним притисцима у односу на оне који су се десили.

Графикон О 1.2. **Пројектована инфлација при одговарајућој и агресивној монетарној политици**
(међугодишње стопе, у %)



Реакција на снажан раст цена хране средином 2010. године била је такође одговарајућа. Агресивнијим повећањем референтне стопе у току друге половине 2010. и почетком 2011. године Народна банка Србије је могла да утиче на бржи повратак инфлације у границе циља. Међутим, с обзиром на то да ће ефекти пољопривредног шока иначе постепено јењавати с новом пољопривредном сезоном, претерано заоштравање монетарне политике и бржи повратак инфлације у границе циља (крајем 2011) могло би довести до снажних дезинфлаторних притисака и подбацивања доње границе циља у току 2012. године, а можда чак и до дефлације (графикон О 1.2.), и све то уз већи раст незапослености и спорији раст привредне активности.

Графикон О 1.3. **Инфлација при одговарајућим реакцијама монетарне политике на евентуалне инфлаторне шокове у наредном периоду**
(међугодишње стопе, у %)



Поред тога, висока нестабилност инфлације и карактера монетарне политике ствара неповољан амбијент за привредне субјекте, уносећи знатан степен неизвесности у доношење пословних одлука.

И у наредном периоду процес дезинфлације може бити ометан инфлаторним или дефлаторним шоковима. Реакција Народне банке Србије у том случају биће у складу с претходно описаним приступом, тј. избегавањем преоштре реакције, која би могла узроковати нестабилност инфлације и негативне последице по економску активност (графикон О 1.3.). Стога ће Народна банка реаговати свим расположивим инструментима како би инфлацију што брже, али на одржив и стабилан начин, враћала ка постављеном циљу.

III. Кретање инфлације

Међугодишња инфлација је у Т1 наставила раст. Раст потрошачких цена у Т1 последица је у највећој мери раста цена хране и регулисаних цена. Ипак, трошковни притисци на раст цена хране већ сада слабе, што ће се сигурно наставити ако пољопривредна сезона буде уобичајено добра.

Према процени, међугодишња инфлација ће у Т2 2011. достићи максимум и након тога започети враћање ка циљу.

Кретање инфлације у Т1

Раст потрошачких цена у Т1 последица је, у највећој мери, раста цена хране и регулисаних цена.

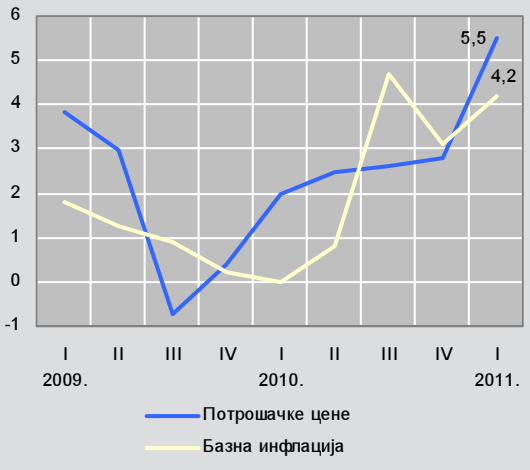
Међугодишња инфлација, мерена растом индекса потрошачких цена, наставила је у Т1 раст и крајем марта је износила 14,1% (циљ за март: 5,6 ± 1,9%).

Раст инфлације последица је пре свега наставка раста цена хране, који је започет средином 2010. године. Наиме, индекс потрошачких цена у Т1 је порастао 5,5% и око две трећине тог раста односи се на

Табела III.0.1. **Показатељи раста цена**
(стопе раста, у %)

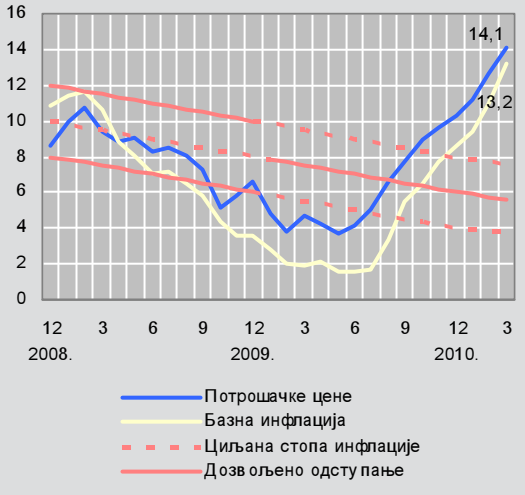
	VI 2010. / VI 2009.	IX 2010. / IX 2009.	XII 2010. / XII 2009.	III 2011. / III 2010.
Потрошачке цене	4,2	7,7	10,3	14,1
Базна инфлација	1,9	5,7	8,8	13,2
Цене произвођача у индустрији	11,3	14,0	16,2	17,1
Цене произвођача пољопривредних производа	-3,3	22,8	29,3	39,1

Графикон III.0.1. **Кретање цена**
(тромесечни раст, у %)



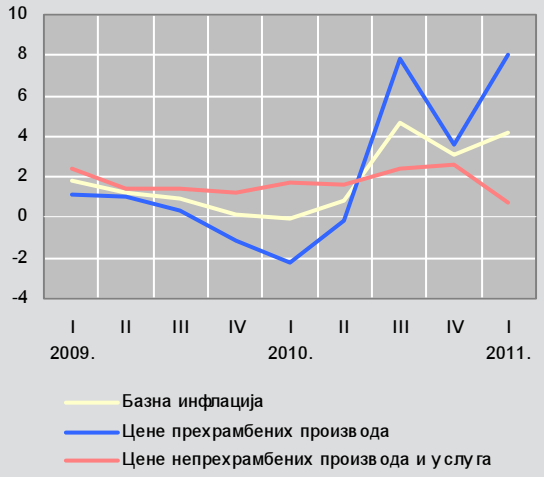
Укупна и базна инфлација у Т1 су убразале раст, с тим што је раст базне инфлације, иако нижи, и даље релативно висок.

Графикон III.0.2. **Кретање цена**
(међугодишњи раст, у %)



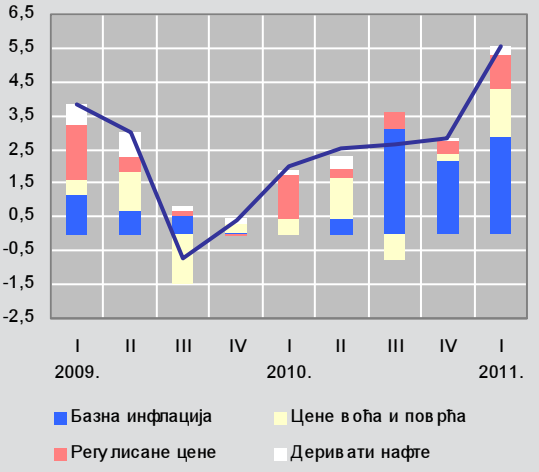
У Т1 је настављен међугодишњи раст укупне и базне инфлације.

Графикон III.0.3. **Базна инфлација по компонентама**
(тромесечни раст, у %)



Раст базне инфлације у Т1 је највећим делом последица високог раста цена прехрамбених производа.

Графикон III.0.4. **Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена**
(у процентним поенима)

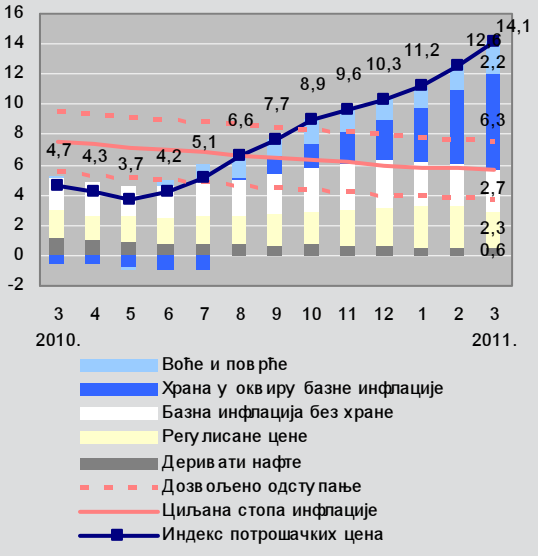


Раст потрошачких цена у Т1 био је одређен у највећој мери растом цена хране и регулисаних цена.

прехрамбене производе и воће и поврће. Поскупљење хране последица је лоше прошлогодишње пољопривредне сезоне, високих увозних оптерећења и већег извоза, подстакнутог растом цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту (и, последично, мање понуде ових производа на домаћем тржишту). Трошковни притисци на произвођаче прехрамбених производа, присутни већ дуже време, у Т1 су се у знатној мери прелили на потрошачке цене.

Због знатног поскупљења хране у Т1, **базна инфлација** (цене које се формирају слободно, на тржишту) убрзала је раст (4,2%, допринос укупној инфлацији 2,9 п.п.). Раст цена прехрамбених производа је био чак 11 пута већи од раста цена непрехрамбених производа и услуга (8,0% наспрам 0,7%). У оквиру прехрамбених производа, највећи допринос инфлацији дала су поскупљења белог хлеба (0,84 п.п.), јаја (0,19 п.п.), шећера (0,19 п.п.), кафе (0,17 п.п.) и пшеничног брашна (0,17 п.п.). Цене непрехрамбених производа и услуга[4], с друге стране, имале су успорен раст због апрецијације динара, као и пада тражње за тим производима и услугама услед смањења расположивог дохотка (због пораста издатака за храну).

Графикон III.0.5. **Допринос међугодишњој стопи раста потрошачких цена**
(у процентним поенима)



У последњих годину дана раст међугодишње инфлације од 9,4 п.п. (са 4,7% на 14,1% мг.) био је опредељен у највећој мери растом цена хране (9,1 п.п.).

[4] Непрехрамбена базна инфлација износила је 2,6% у Т4 2010. године.

Табела III.0.2. **Раст потрошачких цена по компонентама**
(по тромесечјима, у %)

	2010.				2011.
	I	II	III	IV	I
Потрошачке цене	2,0	2,5	2,6	2,8	5,5
Базна инфлација	0,0	0,7	4,7	3,1	4,2
Воће и поврће	8,3	21,4	-11,7	3,7	25,3
Регулисане цене	6,2	1,4	2,2	1,8	4,7
Електрична енергија	11,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Гас за домаћинство	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Комунално-стамбене услуге	4,2	1,3	5,9	9,9	3,3
Услуге друштвене заштите	3,7	0,3	0,0	2,5	0,0
Саобраћајне услуге (регулисане)	2,3	0,2	1,7	0,1	13,1
ПТТ услуге	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Цигарете	10,2	0,0	5,6	0,0	19,1
Лекови	0,2	5,0	1,8	3,0	3,8
Остало	0,6	12,6	0,8	0,2	0,2
Нафтни деривати	3,0	6,8	0,8	1,3	5,1

Графикон III.0.6. **Очекивана и циљана инфлација за наредну годину**
(у %)

Инфлациона очекивања у Т1 нису порасла у већој мери и поред знатног раста инфлације.

Цене воћа и поврћа порасле су 25,3% (1,4 п.п.), или чак четири пута више од сезонски уобичајеног. Тако је, на пример, купус поскупео 217%, кромпир 63%, а јабуке 32% (заједнички допринос укупној инфлацији 0,91 п.п.).

Регулисане цене су забележиле раст од 4,7% (1,0 п.п.) по основу поскупљења цигарета (0,7 п.п.), саобраћајних услуга, лекова и комуналних услуга (по 0,1 п.п.). Тиме су већ у Т1 остварене две трећине повећања регулисаних цена за 2011. годину (7 ± 2%) које је договорено с Владом.[5]

Цене нафтних деривата су у току Т1 порасле за 5,1% (0,2 п.п.). Иако је раст цене уралске нафте у овом периоду износио чак 25,1%, то поскупљење се само делимично одразило на цене деривата нафте у земљи захваљујући апрецијацији динара према долару и либерализацији увоза нафтних деривата од почетка године.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања, иако релативно висока, нису порасла у већој мери и поред високог раста потрошачких цена у Т1.

Резултати анкета о инфлационим очекивањима за наредну годину дана различити су у Т1 2011. Док су, према агенцији Блумберг, инфлациона очекивања финансијског сектора у благом порасту, према агенцији Галуп она су се смањила. Инфлациона очекивања остала три сектора (привреде, синдиката и становништва) забележила су пад.

Анкета агенције **Блумберг**, која испитује само представнике финансијског сектора, показује у Т1 благ раст инфлационих очекивања за наредних 12 месеци, а потом у априлу и мањи пад. Очекивања су, с децембарских 7,2%, до марта 2011. порасла на 8,3%, да би се затим у априлу спустила на 8,0%.

Према анкетама агенције **Галуп**, инфлациона очекивања финансијског сектора снижена су са 8,7% у децембру на 7,4% у јануару и на том нивоу су се задржала током читавог тромесечја. У истом периоду, знатно су снижена и инфлациона очекивања становништва (са 15,4% на 11,4%), као и синдиката (са 13,4% на 11,4%). Инфлациона очекивања привреде најпре су повећана у јануару, а затим кориговане наниже и у марту су износила 12,7%.

[5] Меморандум о утврђивању нумеричких смерница раста цена производа и услуга на које Влада утиче директно или индиректно за период 2009 – 2011. (http://www.mfin.gov.rs/pages/article.php?id=6906).

Крива приноса на примарном тржишту државних хартија од вредности указује такође на стабилизацију инфлационих очекивања за наредни период.

Иако инфлациона очекивања нису знатније повећана у односу на претходно тромесечје, и даље су релативно висока – изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Ипак, то што висок раст потрошачких цена у посматраном периоду није био праћен и високим растом инфлационих очекивања представља добар знак. То може бити показатељ да економски учесници верују у намеру Народне банке Србије да учини све што је у њеној моћи како би се инфлација у средњем року вратила у оквире циља.

Очекивано кретање инфлације у Т2

Инфлација би у Т2 требало да достигне свој максимум и да, након тога, започне силазни тренд.

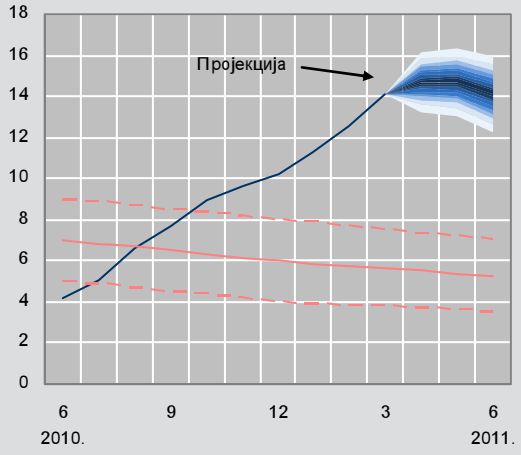
Раст потрошачких цена у Т2 требало би да се успори по основу очекиваног нижег раста базне инфлације (тачније, цена прехрамбених производа у оквиру базне инфлације), као и успоравања раста цена воћа и поврћа.

Таква кретања, као и базни ефекат, условили би да међугодишња инфлација у априлу или мају достигне свој врхунац, а затим да почне да опада.

На успоравање тромесечне базне инфлације у Т2 требало би да утиче првенствено ублажавање трошковних притисака на раст цена хране. Наиме, очекивано поскупљење хране је у знатној мери реализовано до краја Т1, а и цене примарних пољопривредних производа су се релативно стабилизовале. Раст цена непрехрамбених производа и услуга у оквиру базне инфлације требало би да буде нешто виши у односу на Т1, у највећој мери због јачег индиректног трошковног ефекта поскупљења електричне енергије од дезинфлаторног ефекта актуелног јачања динара.

Цене воћа и поврћа би у Т2 требало знатно да успоре раст или чак и опадну. Како су ове цене тренутно на веома високом нивоу, с наступањем нове пољопривредне сезоне очекује се да оне у Т2 не остваре раст уобичајен за ово доба године.

Графикон III.0.7. **Краткорочна пројекција инфлације**
(међугодишњи раст, у %)



Инфлација би у Т2 требало да достигне свој максимум, а потом да започне враћање ка циљу.

На инфлацију у Т2 највише би требало да утичу цене прехрамбених производа и регулисане цене.

Од прехрамбених производа, највећи допринос расту инфлације очекује се да дају цене свежег меса и месних прерађевина, безалкохолних пића, као и млека и млечних прерађевина.

Раст регулисаних цена биће у највећој мери детерминисан поскупљењем електричне енергије, до којег је дошло у априлу. Ефекат поскупљења природног гаса требало би да буде неутралисан снижењем цена цигарета. Процењује се да ће раст регулисаних цена бити нешто мањи него у Т1.

Према процени, раст светске цене уралске нафте у Т2 надјачаће ефекат актуелне апрецијације динара према долару, што ће резултирати растом цена нафтних деривата и у Т2. Процењује се да ће овај раст бити већи од раста у Т1.

Главни ризик остварења пројекције представља неизвесност у погледу кретања цена воћа и поврћа у новој сезони, будући да те цене карактеришу врло високе месечне осцилације.

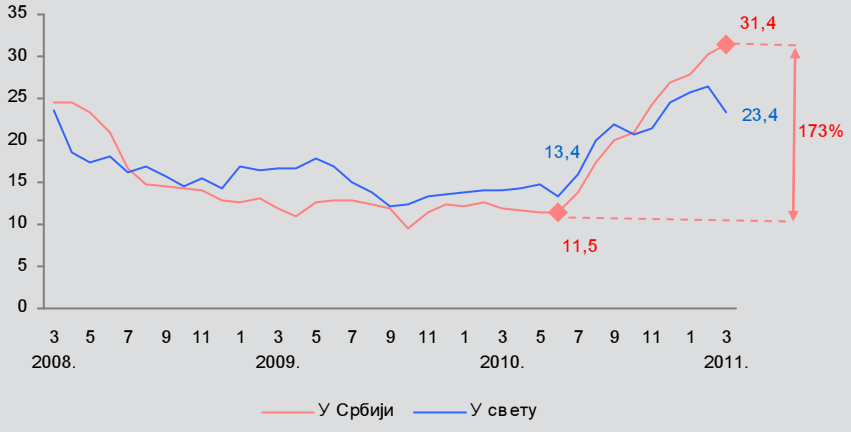
Осврт 2: Утицај цена примарних пољопривредних производа на инфлацију

Почетком 2011. године у Србији је настављен раст међугодишње инфлације, започет средином прошле године. Тај раст је готово у целини (око 90%) последица раста цена хране – прехрамбених производа и воћа и поврћа.

Неповољне временске прилике прошле године у региону, па и шире, резултирале су веома слабом пољопривредном годином. Изузетак није била ни Србија. Релативно низак прошлогодишњи принос, уз неадекватну аграрну политику, високу царинску заштиту и знатно већи извоз примарних пољопривредних производа, мотивисан високим ценама на светском тржишту, имали су за последицу рекордно висок раст цена пољопривредних производа у последњих девет месеци.

Утицај пораста цена пољопривредних производа на укупну инфлацију може бити директан и индиректан. Под директним утицајем подразумева се утицај цена воћа и поврћа на инфлацију, будући да је реч о саставној компоненти ИПЦ-а, а под индиректним трошковни утицај на цене прерађене хране и раст инфлационих очекивања условљен растом цена хране.

Графикон О 2.1. Кретање светске и домаће цене пшенице
(у RSD/кг)



Извор: Продуктна берза Нови Сад и ММФ.

Цене житарица, које не улазе директно у ИПЦ, али имају велики утицај на формирање цена хране (јер представљају један од основних инпута у прехрамбеној индустрији), тренутно су у Србији на изузетно високом нивоу и чак изнад цена на светском тржишту. Разлог за то налазимо у чињеници што су релативно слаби резултати прошлогодишње жетве и недовољно високе робне резерве, уз знатан извоз (подстакнут у то време вишом светском ценом пшенице), узроковали мањкове на домаћем тржишту и покренули ланац поскупљења прерађене хране у чијој се производњи житарице користе. Цена пшенице је од јуна прошле године порасла чак 173% и тренутно је изнад светске цене.

С обзиром на то да су цене примарних пољопривредних производа у овом тренутку на веома високом нивоу, очекује се да ће доћи до њиховог пада, чак и у случају просечних приноса у новој пољопривредној сезони. Поред тога, најављене мере из области аграрне политике требало би да допринесу стабилизацији цена пољопривредних производа, а тиме и смањењу трошковних притисака на цене прехрамбених производа. Из тог разлога, у другој половини године очекује се знатан пад инфлаторних притисака по овом основу.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на тржишту новца

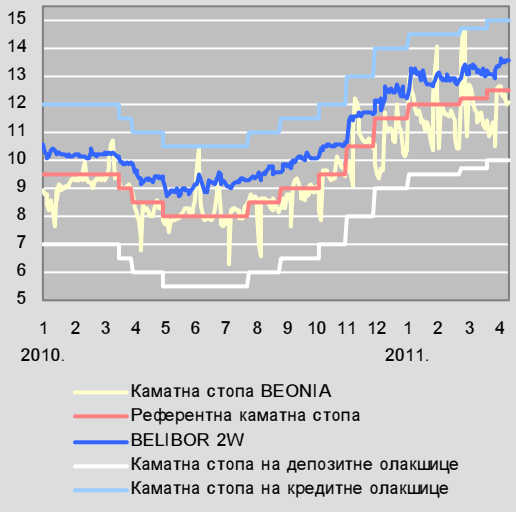
Каматне стопе

Повећање референтне каматне стопе, смањење премије ризика земље и повећано улагање страних инвеститора у државне ХоВ одразили су се на кретање каматних стопа на тржишту новца. Каматне стопе на кредите привреди и становништву су готово непромењене у односу на крај прошле године.

Каматна стопа BEONIA се у току Т1 углавном кретала испод референтне каматне стопе. Само је средином месеца, пред крај периода издвајања обавезне резерве, када је тражња за преконоћним позајмицама знатно повећана, расла изнад нивоа референтне стопе. Због тога је и просечна вредност каматне стопе BEONIA на нивоу тромесечја остварила већи раст од референтне стопе за 0,5 п.п. и у марту је износила 12,0%. Просечан дневни обим промета је у Т1 износио 8,5 млрд динара, што је било незнатно више од прошлогодишњег просека (8,2 млрд динара).

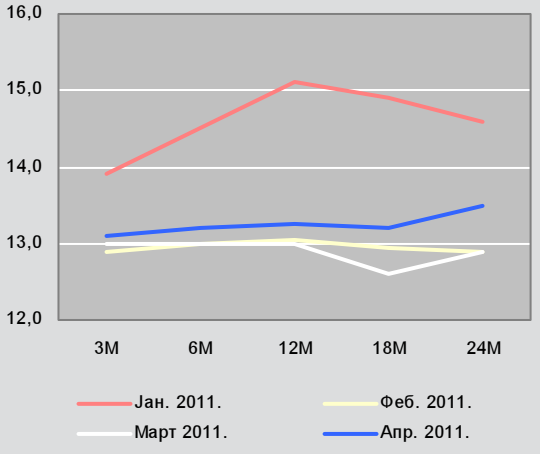
Остале каматне стопе на међубанкарском тржишту новца имале су уједначен раст на почетку године. У фебруару је код каматне стопе BELIBOR за рочност до два месеца дошло до успоравања раста, а за рочност од три и шест месеци до пада. Пошто су слична кретања забележена и у марту, крајем тромесечја је забележено знатно смањење нагиба криве приноса на међубанкарском тржишту новца. Наиме, у марту се просечна вредност каматне стопе BELIBOR кретала у распону од 12,9%, за најкраћу рочност, до 13,9%, за рочност од шест месеци. Имајући у виду да је просечан распон каматних стопа

Графикон IV.1.1. **Кретање каматних стопа**
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



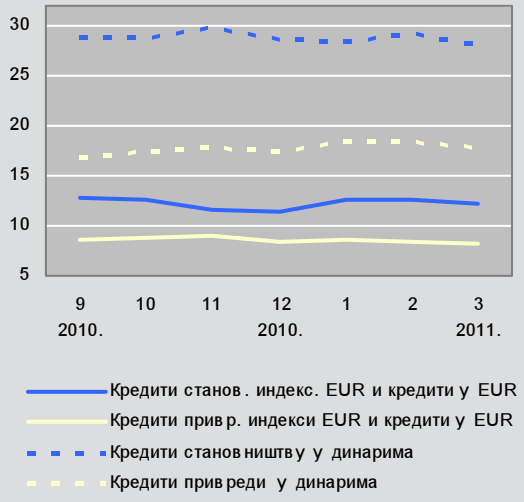
И поред наглашених осцилација у кретању каматне стопе BEONIA у Т1, просечна вредност ове каматне стопе је била нижа од просечне вредности референте стопе НБС.

Графикон IV.1.2. **Крива приноса на примарном тржишту државних хартија од вредности**
(на годишњем нивоу, у %)



Повећано учешће страних инвеститора резултирало је падом приноса на примарном тржишту државних ХоВ.

Графикон IV.1.3. **Кретање активних каматних стопа**
(на годишњем нивоу, у %)



Каматне стопе на динарске кредите привреди су повећане током Т1, осим на кредите за извоз које су драстично смањењене.

Графикон IV.1.4. **Кретање каматних стопа на динарске кредите привреди**
(на годишњем нивоу, у %)

Каматне стопе на динарске кредите привреди повећане су током Т1, изузимајући кредите за извоз код којих су драстично смањене.

BELIBOR у другој половини 2010. године износио 2,2 п.п., кретања на међубанкарском тржишту новца с краја тромесечја могла би да значе да банкарски сектор у наредном периоду не очекује даљи раст каматних стопа.

На пад каматних стопа дужих рочности на међубанкарском тржишту новца у великој мери су утицала кретања на примарном тржишту државних ХоВ. Наиме, након достизања највише вредности од 15,1% средином јануара, извршне стопе су биле у паду, посебно у фебруару, због знатно већег учешћа страних инвеститора. Повећање интересовања инвеститора за улагање у трезорске записе резултат је знатног смањења премије ризика земље, повећања обима емисија дужих рочности и високог каматног диференцијала. Веће учешће страних инвеститора утицало је на пад извршних стопа на ниво од 12,5% почетком марта. Ипак, након повећања референтне каматне стопе Народне банке Србије у марту уследио је известан раст извршних стопа, тако да су се крајем тромесечја оне кретале на нивоу од 13,0%. Додатно повећање референтне стопе од 25 б.п. у априлу такође се одразило на благо повећање извршних стопа.

Степен реализације на аукцијама трезорских записа био је релативно висок и поред њихове повећане понуде и пада извршних стопа. На нивоу тромесечја, реализација је износила 66,8%, тако да је стање продатих динарских трезорских записа повећано за 42,0 млрд динара и крајем Т1 је износило 220,2 млрд динара.

На секундарном тржишту ХоВ забележен је промет од 28,5 млрд динара. Ипак, скоро 90% оствареног промета односи се на трговање записима који су купљени на примарном тржишту у претходних седам дана, тако да су стопе приноса до доспећа пратиле остварене извршне стопе на примарним аукцијама.

У фебруару је држава први пут емитовала и ХоВ деноминиране у еврима (на две аукције), у укупном номиналном износу од 400 млн евра. На првој аукцији трезорских записа за рочност од 53 недеље остварена је максимална реализација уз извршну стопу од 4,5%. На другој аукцији 15-годишњих обвезница, с купонском стопом од 5,85%, остварена је половична реализација, при чему ће нереализоване обвезнице бити понуђене на новој аукцији, која је заказана за почетак јуна.

Каматне стопе на динарске пласмане привреди забележиле су раст од 0,5 п.п, на шта је утицало повећање референтне каматне стопе. Каматне стопе на индексиране и девизне пласмане привреди на нивоу тромесечја оствариле су незнатан пад.

Каматне стопе на динарске кредите становништву су у Т1 биле у паду, пре свега због смањења камата на позајмице по текућим рачунима и на кредитне картице. Ипак, просечна пондерисана каматна стопа на укупне пласмане становништву остала је на децембарском нивоу од 24,9% због раста камата на индексиране и девизне пласмане. Повећане су пре свега камате на пласмане индексиране еврима и пласмане у еврима.

У односу на крај претходне године, просечна пондерисана каматна стопа на депозите је остала готово непромењена и у марту је износила 3,4%. Ако се посматрају само орочена средства, може се уочити благ раст каматних стопа (0,2 п.п.). Каматне стопе на орочене депозите привреде крајем марта су износиле 7,7%, а на орочене депозите становништва 5,8%.

Монетарни агрегати

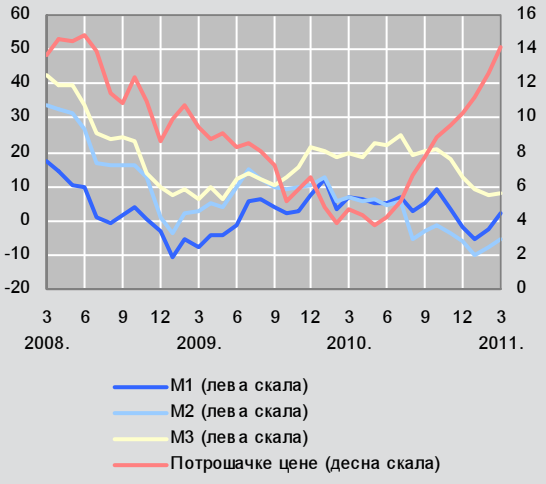
Понуда новца у Т1 је расла знатно спорије од раста цена.

Примарни новац је у Т1 реално смањен за 14,3%. Повлачење примарног новца вршено је и динарским и девизним каналом, уз израженији утицај динарског канала.

Поред редовних прилива, најзначајнији приливи у девизне резерве остварени су задуживањем државе по основу емисије записа деноминираних у еврима, а затим и задуживањем код иностраних кредитора. Укупни девизни приливи, међутим, нису били довољни да покрију одливе по основу измиривања доспелих обавеза државе, враћања издвојене девизне обавезне резерве[6] и негативних међувалутних промена, што је резултирало смањењем бруто девизних резерви за 83 млн евра. Иако су током Т1 нето девизне резерве повећане за 68 млн евра, у динарском износу је забележено њихово смањење услед јачања динара.

Већи део примарног новца повучен је динарским каналом. Томе је највише допринело повећано задуживање државе, које је било праћено растом средстава на динарским и девизним рачунима код Народне банке Србије. Веће улагање банака у репо хартије (стање репо хартија повећано је током Т1 за 9,4 млрд динара) такође је допринело да динарски примарни новац у Т1 буде смањен за 18,0 млрд динара.

Графикон IV.1.5. **Монетарни агрегати и потрошачке цене**
(међугодишње стопе, у %)



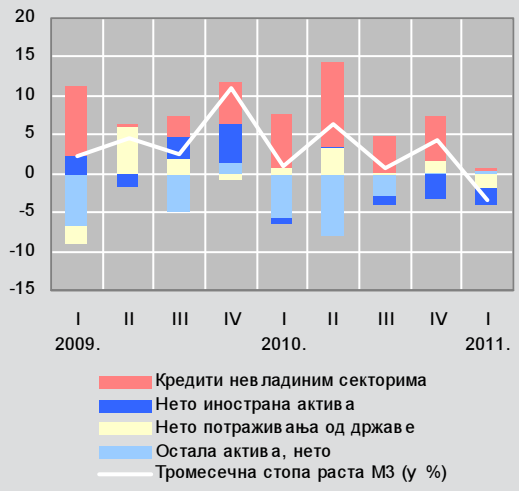
Понуда новца није производила инфлаторне притиске, будући да је расла знатно спорије од раста цена.

Табела IV.1.1. **Монетарни агрегати**
(реалне мг. стопе раста, у %)

	2010.			2011.	Учешће у М3 Март 2011. (у %)
	Јун	Септ.	Дец.	Март	
М3	17,2	11,5	2,3	-5,3	100,0
Девизни депозити	27,6	25,1	12,1	0,4	70,9
М2	0,1	-10,3	-14,8	-17,0	29,1
Динарски орочени и штедни депозити	-0,8	-20,1	-20,1	-25,2	11,6
М1	0,7	-2,4	-11,1	-10,4	17,5
Депозити по виђењу	-1,1	-4,1	-10,1	-6,3	11,3
Готов новац у оптицају	4,0	0,7	-12,9	-17,0	6,2

[6] Почетком јануара донета је нова одлука о обавезној резерви којом је заустављен процес релаксације обавезне резерве (спречено је ослобађање дела додатне ликвидности у периоду од фебруара до априла 2011, како је било предвиђено до тада важећом одлуком). Усклађивање обрачуна и издвајања обавезне резерве вршило се у прелазном периоду од три месеца.

Графикон IV.1.6. **Доприноси расту М3**
(у процентним поенима)



Раст средстава на рачунима државе и смањење нето иностране активе највише су допринели смањењу М3.

И остали монетарни агрегати су током Т1 забележили пад. Највише је смањен М1 – 14,0%, а М2 је реално смањен 11,7%. На пад М3, који је износио 8,4%, утицала је и апрецијација динара. Дугорочно посматрано, пад понуде новца у условима раста инфлације настављен је бржим темпом него у претходном периоду. У односу на март 2010, М1, М2 и М3 су реално смањени за 10,4%, 17,0% и 5,4% респективно, чиме је негативно одступање новчаних агрегата од дугорочног тренда додатно повећано.

Таквим кретањима највише су допринели пад средстава на рачунима предузећа, као и мања потрошња становништва, на шта, између осталог, указује и смањење готовог новца у оптицају. Нижи приливи предузећа, отежана наплата потраживања[7] и измиривање доспелих обавеза (у великој мери пореских) одразили су се на пад средстава на рачунима привреде. С друге стране, динарска штедња становништва није знатније повећана и поред повољних каматних стопа које банке нуде, а девизни депозити бележе знатно мањи раст од оног из Т4 2010.

Монетарна мултипликација није промењена у односу на претходно тромесечје, будући да су примарни новац и динарски депозити пропорционално смањени.

Опоравак економске активности, уз висок раст цена и сезонски пад понуде новца, утицало је на повећање брзине оптицаја новца у Т1.

Раст средстава државе на рачунима код Народне банке Србије био је виши од додатног задужења државе, што је у највећој мери допринело паду М3 у току Т1 (–2,0 п.п.). И нето инострана актива је негативно утицала на раст најширег монетарног агрегата (допринос –1,9 п.п.), највише због смањења потраживања банака према иностранству, као и апрецијације динара. Због успоравања раста, кредитна активност није знатније утицала на кретање М3.

Током априла, динарски примарни новац је повећан за 21,5 млрд динара, као резултат трошења депозита државе у већој и смањења стања репо хартија у мањој мери. И новчани агрегати М1 и М2 бележе раст, највише због повећања готовог новца у оптицају. Средства на трансакционим рачунима су смањена, док су штедни и орочени депозити забележили мањи раст. Значајна апрецијација динара у априлу одразила се на пад М3.

Кредити банака

Раст кредитне активности банака је у Т1 знатно успорен.

Кредити привреди и становништву су у Т1 реално укупно повећани за 1,9%, што је за 2,7 п.п. ниже од раста оствареног у Т4 2010. Успоравање раста кредитне активности, карактеристично за почетак године, овога пута је било израженије него обично. Реални раст кредита предузећима је повећан 2,5%, а реални раст кредита становништву 0,9%. Номинално, укупни кредити банака су повећани за 4,3 млрд динара. Када се искључи ефекат апрецијације динара, повећање укупних кредита је од почетка године износило 31,5 млрд динара. Опадајуће реалне мг. стопе раста потврђују успоравање раста кредитне активности током Т1. У односу на исти период претходне године, у марту су кредити привреди и становништву реално повећани за 15,3%.

На смањење извора кредитне активности утицало је повлачење динарских депозита, пре свега привреде. Осигуравајућа друштва и пензиони фондови су

[7] Број блокираних рачуна привредних субјеката у Т1 је повећан за 1.573.

средства пласирали у куповину 15-годишњих државних записа деноминираних у еврима. Смањење средстава на њиховим девизним рачунима је у потпуности неутралисао скромно повећање девизне штедње становништва, а тиме и допринос ове категорије депозита финансирању кредитне активности. С друге стране, повећање нето задужења банака у иностранству, као резултат већег смањења потраживања од смањења обавеза, позитивно се одразило на кредитну активност.

Кредити привреди су номинално повећани за 9,9 млрд динара, односно 24,5 млрд динара по искључењу ефекта промене курса. Оријентисана на одржавање ликвидности, предузећа су користила највише кредите за ликвидност. Посматрано по секторима, углавном су кредитирана предузећа из области индустрије, трговине, саобраћаја и грађевинарства.

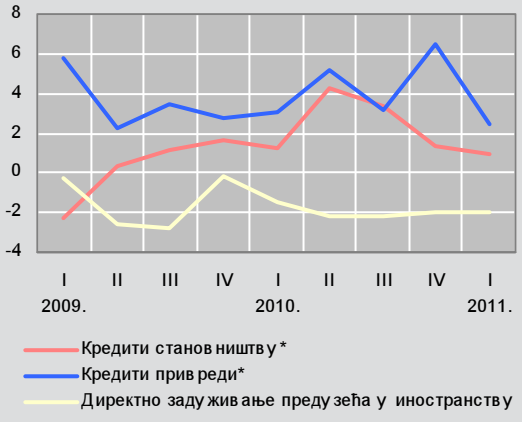
Раздуживање предузећа према иностранству се наставља. Обавезе према иностранству по основу узетих финансијских кредита су у Т1 смањене за 213 млн евра, док је раст трговинских кредита износио 133 млн евра.

Успорен раст кредита становништву, али и високо учешће индексираних и девизних кредита у укупним (70,6% у марту), утицали су да кредити становништву у Т1 буду чак номинално смањени. Међутим, ако се искључе ефекти промене курса динара, кредитирање становништва је повећано за 5,2 млрд динара. Најзаступљенији су при том стамбени кредити. Уздржаност становништва према потрошњи резултирала је смањењем потраживања по основу потрошачких кредита, док је минусни салдо на текућим рачунима благо повећан.

Ради привременог смањења терета отплате кредита, Влада је у априлу донела Програм финансијске подршке грађанима. Програм је заснован на добровољној основи и примењиваће се наредну годину дана. Суштина те подршке је да за време грејс периода, који може трајати највише две године, дужник плаћа само камату. Да би омогућила спровођење тог програма, Народна банка Србије је извршила одређене измене регулаторног оквира.

Банке су средином Т1 започеле да одобравају и кредите уз субвенцију државе из програма за 2011.

Графикон IV.1.7. **Реална потраживања банака по кредитима и директно задуживање предузећа у иностранству**
(тромесечне стопе раста, у %)



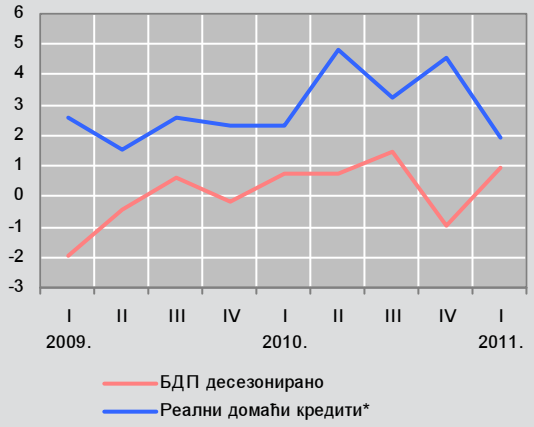
* Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

Раст кредита приватном сектору знатно је успорен током Т1, посебно код привреде. Тренд смањења прекограничних кредита је настављен.

Графикон IV.1.8. **Доприноси расту пласмана банака**
(у процентним поенима)

Пад динарских и девизних депозита имао је пресудну улогу у успоравању раста кредитне активности у Т1.

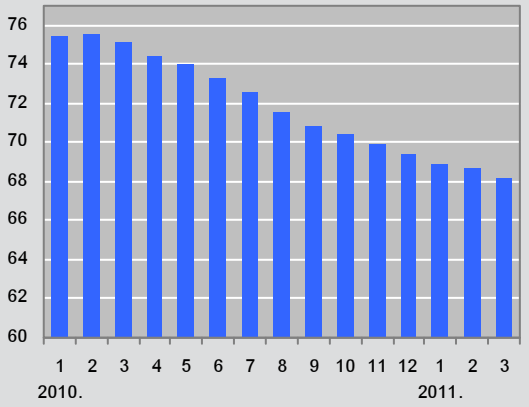
Графикон IV.1.9. **Реална потраживања банака по кредитима и БДП**
(тромесечне стопе раста, у %)



* Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

Опоравак економске активности није праћен одговарајућим растом кредитне активности.

Графикон IV.1.10. **Учешће индексираних и девизних потраживања у укупним потраживањима привреде и становништва**
(у %)



Учешће девизних и девизно индексираних потраживања у укупним потраживањима наставља да се смањује и у 2011. години.

годину. До краја марта, одобрено је 28,3 млрд динара тих кредита. Од тога се на кредите из Програма за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе односи 27,0 млрд динара. Најзаступљенији су кредити за ликвидност (90%), док учешће инвестиоционих кредита износи нешто мање од 7%. Значајно учешће кредита без девизне заштите у субвенционисаним кредитима (67,7%) свакако ће допринети повећању степена динаризације у Србији.

И на нивоу укупних кредита учешће девизних и девизно индексираних кредита наставља да се смањује. Након пада од скоро 6 п.п. у 2010, учешће индексираних кредита је у Т1 2011. додатно смањено – са 69,5%, колико је износило крајем 2010, на 68,2% у марту.

Способност отплате кредита привреде и становништва, мерена учешћем проблематичних зајмова, незнатно је повећана у односу на крај прошле године. Учешће проблематичних зајмова, рачунато по бруто принципу, износило је 17,1% (10,0% по нето принципу). Учешће кредита привреди који су у доцњи дужој од 90 дана повећано је са 21,8% на 22,1%, а кашњење у отплати кредита становништва са 7,9% на 8,0%.

Табела IV.1.2. **Субвенционисани кредити у 2010. и 2011.**

	2010.				2011.
	Т1	Т2	Т3	Т4	Т1
Програм мера Владе за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе					
	(у млрд динара)				
Укупно одобрено	**25,6**	**65,6**	**56,3**	**37,6**	**27,0**
Ликвидност	22,4	44,6	34,9	22,7	24,3
Инвестиције	0,4	5,0	9,0	9,8	1,8
Потрошачки	2,8	4,1	0,6	1,7	0,9
Динарски готовински	-	11,9	11,8	3,4	-
Субвенционисани стамбени кредити					
	3,3	**3,2**	**3,7**	**3**	**1,3**
Субвенционисани кредити за пољопривреднике					
	-	**3,1**	**2,6**	**2,4**	**-**

Извор: Министарство економије и регионалног развоја, Национална корпорација за осигурање стамбених кредита и Министарство шумарства, пољопривреде и водопривреде.

2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је у Т1 ојачао према евру у просеку 2,5%. Народна банка Србије је на МДТ-у од почетка године интервенисала само једанпут.

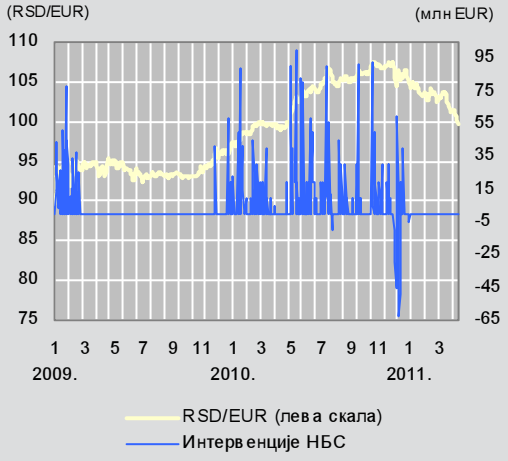
Апрецијацијски притисци на динар, започети у децембру прошле године, настављени су у Т1. Просечна апрецијација динара према евру у том тромесечју износила је 2,5%. Курс динара се кретао у распону од 102,6 до 106,5 динар/евро.

На таква кретања утицали су, у највећој мери, смањење премије ризика земље и већи прилив капитала у облику портфолио инвестиција. Наиме, банке од децембра прошле године бележе знатан откуп девиза од нерезидената. Динаре прибављене на тај начин нерезиденти су у Т1 користили пре свега за куповину хартија од вредности Републике Србије. Поред тога, јачању динара допринеле су и предузете рестриктивне мере монетарне политике (повећање референтне каматне стопе и измена регулативе о обавезној резерви банака). Јачање динара је у априлу настављено, тако да је у прва четири месеца динар апрецирао око 6% према евру.

Актуелни апрецијацијски притисци у Србији нису изолована већ регионална појава. Апрецијацију домаћих валута земље у региону бележе због повећања прилива капитала, веће извозне тражње, у складу са опоравком привреде еврозоне, као и заоштравања монетарних политика услед растућих инфлаторних притисака. Од почетка године, Мађарска, Румунија и Чешка су забележиле јачање својих валута према евру у распону од 4 до 6%.

Народна банка Србије је у Т1 на МДТ-у интервенисала једанпут (у јануару) – куповином 5 млн евра од банака. Промет на МДТ-у без Народне банке Србије је био нешто мањи него у Т4 2010. Просечан дневни промет између банака износио је 53 млн евра. У априлу је промет био готово непромењен (54 милиона евра). Од почетка марта, Народна банка Србије поново једном недељно организује тромесечне девизне своп аукције с циљем подстицања међубанкарске своп трговине девизама и развоја

Графикон IV.2.1. **Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту**



Народна банка Србије је од почетка године интервенисала само једанпут, куповином 5 млн евра.

тржишта инструмената заштите од девизног ризика. Народна банка Србије је у марту и априлу банкама укупно своп продала 30,5 млн евра и од банака укупно своп купила 53,0 млн евра.

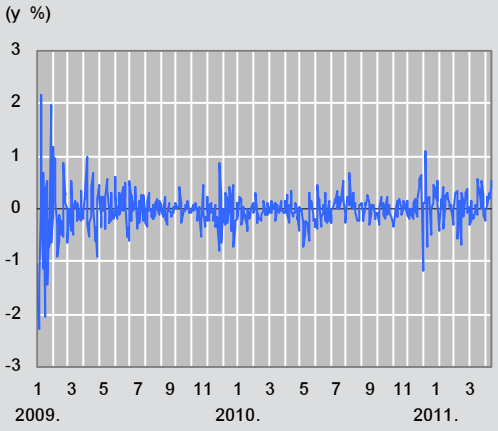
Снижавање премије ризика земље, мерене индексом EMBI *(Emerging Markets Bond Index)*, настављено је у Т1. На крају марта индекс EMBI је износио 366 б.п. Од осталих посматраних земаља у транзицији (Чешка, Румунија, Пољска, Мађарска) најизраженији пад индекса EMBI у Т1 имала је Мађарска. Након што је у новембру рејтинг агенција *Fitch* побољшала изгледе кредитног рејтинга Србије, *Standard & Poor's* је средином марта кредитни рејтинг Србије за дугорочно задуживање у домаћој и страној валути повећао са „ББ–“ на „ББ“, уз задржавање стабилних изгледа. У априлу је забележен даљи пад индекса EMBI.

С обзиром на јачање динара према евру, као и евра према долару[8], у Т1 је динар према долару просечно апрецирао 3,3%. Уз јачање номиналног ефективног курса динара[9] (2,6%) и, с друге стране, бржи раст домаћих цена од иностраних, у Т1 је остварена реална ефективна апрецијација динара од 6,1% (6,1% према евру и 5,9% према долару).

[8] Посматрано као просечан курс USD/EUR у Т1 2011. у односу на просечан курс у Т4 2010.

[9] Коришћени пондери: 0,8 за евро и 0,2 за долар.

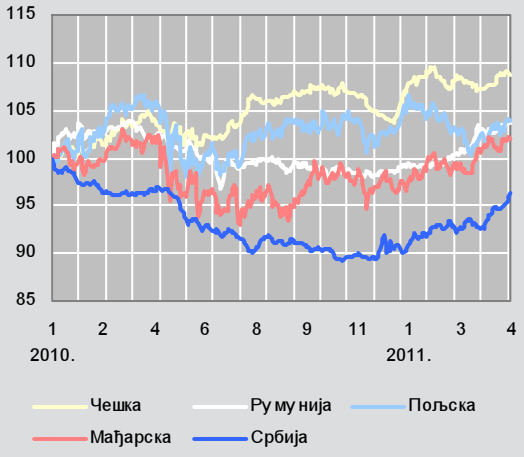
Графикон IV.2.2. **Дневне промене курса динара према евру***



* Негативне стопе указују на депрецијацију, а позитивне на апрецијацију динара.

Дневне осцилације курса динара од почетка године су умерене.

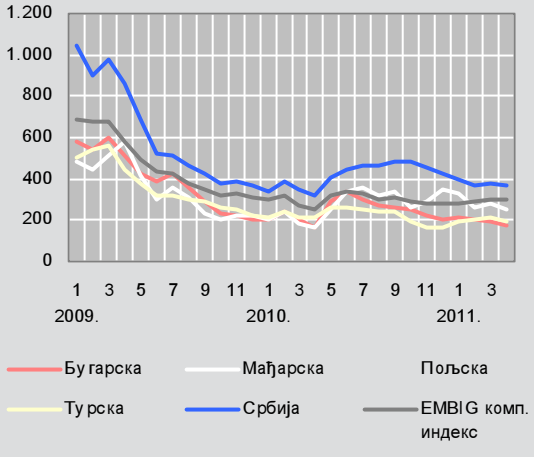
Графикон IV.2.4. **Кретање курсева одређених националних валута према евру**
(4. 1. 2010 = 100)



Већина посматраних земаља забележила је изражено јачање домаће валуте према евру од краја прошле године.

Према мајској анкети агенције *Bloomberg*, финансијски сектор предвиђа стабилан курс динара до краја јуна. С друге стране, у априлском *Consensus forecast*-у очекивало се благо слабљење динара у мају, а након тога стабилан курс до краја јула.

Графикон IV.2.3. **Показатељ премије ризика – EMBI по земљама**
(месечни просеци, у базним поенима)



Извор: *JP Morgan.*

У Србији је у Т1 и у априлу настављен тренд пада премије ризика земље.

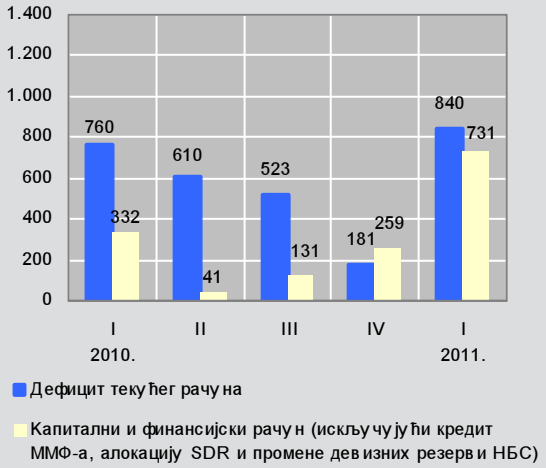
Прилив капитала из иностранства

Нето прилив капитала остварен у Т1 био је већи него у Т4, што се одразило на кретања на девизном тржишту.

У Т1 је забележен знатан прилив капитала по основу портфолио инвестиција (520 млн евра). Томе је допринело повећано интересовање страних инвеститора за улагање у дугорочне трезорске записе Републике Србије захваљујући повољном каматном диференцијалу и паду премије ризика земље. Највећи прилив девиза по том основу – око 300 милиона евра – остварен је у фебруару.

Истовремено, прилив по основу страних директних инвестиција је био скроман – 307 млн евра, од чега чак 219 млн евра у марту. У оквиру тога, доминирала су улагања у прерађивачку индустрију (пре свега у производњу гвожђа и челика), финансијски сектор, сектор информисања и комуникација, као и у трговину.

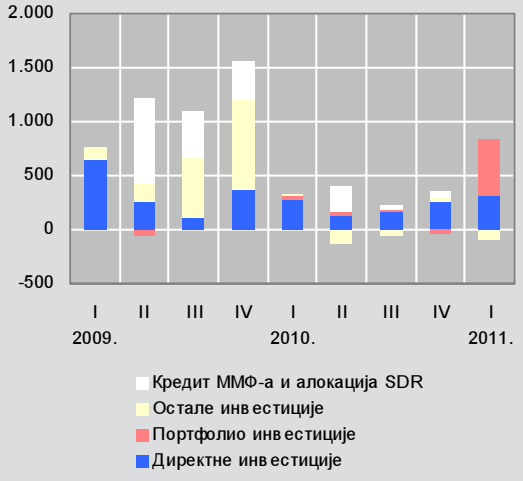
Графикон IV.2.5. **Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала**
(у млн EUR)



Иако релативно висок, прилив капитала у Т1 није био довољан да покрије дефицит текућег рачуна.

Банке су се у Т1 према иностранству нето раздужиле 693 милиона евра. Међутим, највећи део раздуживања остварен је у јануару (605 млн евра), када су банке

Графикон IV.2.6. **Структура финансијског биланса**
(у млн EUR)



У Т1 остварен је знатан прилив капитала по основу портфолио инвестиција.

вратиле краткорочне кредите повучене крајем прошле године. Раздуживање предузећа према иностранству било је мање у односу на Т4 и износило је 213 млн евра.

У априлу је по основу актуелног стенд-бај аранжмана с ММФ-ом повучено око 15% средстава расположивих у оквиру седме, последње транше, чиме су девизне резерве земље ојачане за 51,6 млн евра.[10]

3. Кретања на тржишту капитала

На Београдској берзи је остварен раст цена акција и неуобичајено висок промет за Т1, захваљујући повећаном учешћу страних инвеститора. Регионалне берзе углавном бележе слична кретања.

Позитивне оцене агенција за утврђивање кредитног рејтинга и пад премије ризика земље значајно су допринели повећању учешћа страних инвеститора на домаћем тржишту капитала и, тиме, осетном расту вредности берзанских индекса. Индекс најликвиднијих акција Belex 15 остварио је раст од 16,4% у Т1 и крајем тромесечја је износио 758,9 поена. Вредност општег индекса Београдске берзе BELEXline износила је 1.425 поена и у односу на крај претходне године била је већа за 11,1%.

Скок вредности берзанских индекса остварен је у јануару, док је у фебруару тај раст успорен. У марту и априлу је забележен благ пад вредности индекса, пре свега због спољних фактора изазваних нестабилним приликама на Блиском истоку.

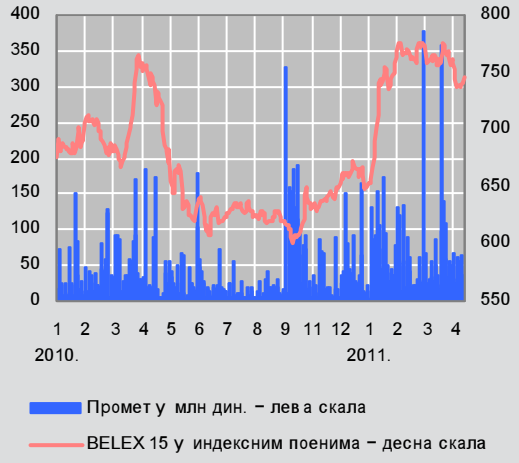
Већина регионалних берзанских индекса такође је остварила раст у Т1. Већи раст цена акција него на Београдској берзи остварен је на Софијској берзи (SOFIX), за 22,8%, и на обе берзе у Босни и Херцеговини, с растом индекса SASX 10 и BIRS за по 17,0%. Пад вредности индекса у Т1 забележен је на Љубљанској берзи (SBITOP), за 2,0%, и јединственој Црногорској берзи (MONEX 20), за 12,1%[11].

Пад активности на Београдској берзи карактеристичан за почетак године је изостао и остварени промет од 9,4 млрд динара био је на нивоу претходног тромесечја. У структури промета доминирало је трговање акцијама. Оно је износило 8,3 млрд динара, а резултат је у већој мери активности

[10] Због стабилног нивоа девизних резерви и потребе да се минимизирају трошкови овог кредитног аранжмана, транше се нису повлачиле у целокупном одобреном износу. Од укупно одобрених 2,9 милијарди евра у оквиру овог стенд-бај аранжмана, повучено је око 1,5 милијарди евра.

[11] Дана 31. 12. 2010. извршено је техничко спајање две црногорске берзе и формиран заједнички индекс MONEX 20.

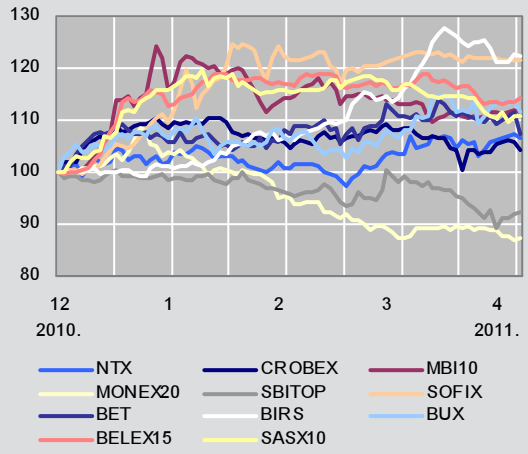
Графикон IV.3.1. **Индекс BELEX 15**



Извор: Београдска берза.

Раст вредности индекса BELEX 15 и висок ниво промета у Т1 засновани су на повећаној активности страних инвеститора.

Графикон IV.3.2. **Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу**
(у индексним поенима, нормализовано, 31. 12. 2010 = 100)



Већина регионалних берзанских индекса бележи раст на почетку године.

страних инвеститора. Наиме, учешће страних инвеститора у укупном трговању акцијама је износило 42,2%, с тим што су били нето купци акција у износу од 2,5 млрд динара.

У трговању обвезницама старе девизне штедње остварен је промет од 1,1 млрд динара, што је за 34,8% мање него у претходном тромесечју. Учешће страних инвеститора износило је свега 9,6%. Највећи раст приноса у Т1 је остварен за серију обвезница која доспева у мају ове године – са 4,1% на 7,8% на годишњем нивоу. Остале стопе приноса крајем марта кретале су се у распону од 4,4 до 5,0%.

Тржишна капитализација Београдске берзе је последњег дана марта износила 970,9 млрд динара (31,9% БДП-а). У односу на крај прошле године, тржишна капитализација је повећана за 37,4 млрд динара захваљујући расту вредности акција. Такође, почетак листирања акција Аеродрома „Никола Тесла“ допринео је повећању укупне тржишне капитализације са 17,6 млрд динара.

4. Агрегатна тражња

Већа агрегатна тражња у Т1 резултат је веће домаће тражње, пре свега инвестиционе.

Процењује се да је у Т1 дошло до опоравка домаће тражње (2,7%), највише захваљујући расту инвестиција. С друге стране, због бржег раста увоза робе и услуга од извоза, нето извоз је смањен (14,5%).

Са становишта утицаја на стопу раста БДП-а у Т1 (1,0%), позитиван допринос по основу повећања домаће тражње био је већи од негативног утицаја смањења нето извоза (3,0 и –2,0 п.п., респективно). У оквиру домаће тражње, инвестиције приватног сектора су порасле, док су потрошња домаћинства и инвестиције државе смањени.

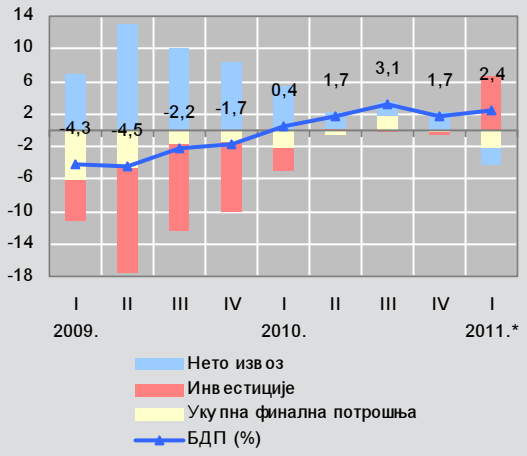
Раст БДП-а у претходној години од 1,8% био је заснован на расту нето извоза (допринос 2,7 п.п.), док је утицај укупне финалне потрошње и инвестиција био негативан (доприноси –0,3 п.п. и –0,6 п.п.,

Графикон IV.4.1. **Раст БДП-а и домаће тражње**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)

* Процена НБС.

У Т1, БДП и домаћа тражња бележе раст.

Графикон IV.4.2. **Доприноси међугодишњем расту БДП-а**
(у процентним поенима)



* Процена НБС.

Раст БДП-а у Т1 резултат је, у највећој мери, раста инвестиционе активности.

респективно). Очекивано убрзање раста БДП-а у овој години од 3,0% требало би да буде засновано првенствено на расту инвестиционе активности, а потом и на расту нето извоза и финалне потрошње.

Домаћа тражња

Потрошња домаћинстава

Потрошња домаћинстава је у Т1 наставила да пада, на шта указује и знатно смањење промета у трговини на мало.

Процењује се да је потрошња домаћинстава забележила пад (4,8% дсз) у односу на претходно тромесечје, чиме је негативно утицала на раст БДП-а (3,6 п.п.).

Реални приходи домаћинстава (зараде, пензије и социјална примања), као основни извор потрошње, наставили су пад (–3,6% дсз.), који је започет у другој половини прошле године. Пад реалних прихода последица је првенствено пада пензија и социјалних примања. Потрошачки и остали кредити становништву који су намењени финансирању потрошње успорили су раст. На приходе домаћинстава негативно је утицао и нето прилив по основу дознака који је био најнижи у последње две године. У складу с таквим кретањем извора потрошње, штедња становништва у Т1 је успорила раст (са 7,9% на 3,8% дсз.).

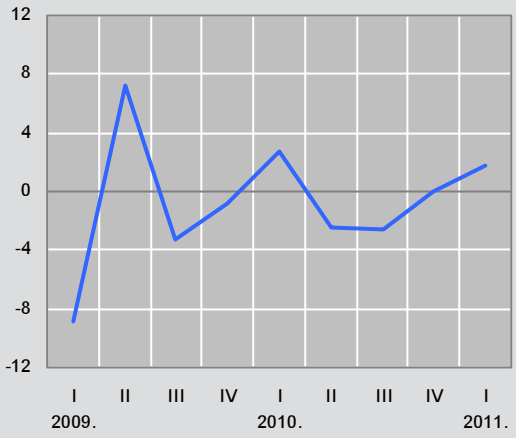
Промет у трговини на мало, као основни индикатор потрошње домаћинстава, забележио је велики пад (12,0% дсз.) у односу на претходно тромесечје.

Након стагнирања потрошње домаћинстава у 2010. години, у 2011. се очекује њен раст од око 1,0%, пре свега по основу реалног раста зарада.

Потрошња државе

Потрошња државе у Т1 у односу на претходно тромесечје бележи раст.

Графикон IV.4.3. **Потрошња државе**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



Јавна потрошња је у Т1 забележила раст, у највећој мери због одмрзавања зарада у јавном сектору.

Потрошња државе, обрачуната на основу издатака за куповину робе и услуга и издатака за зараде у јавним службама, виша је у Т1 за 3,8% у односу на претходно тромесечје када се искључи утицај сезоне. У поређењу са истим периодом претходне године, потрошња државе је реално смањена за 3,3%.

Заустављање пада јавне потрошње очекивана је последица одмрзавања зарада запослених у јавном сектору. У наредном периоду очекују се још два повећања зарада запослених у јавном сектору, у априлу и октобру.

Инвестициона активност

Процењује се да је у Т1 раст инвестиционе активности убрзан по основу повећања приватних инвестиција, као и залиха.

Раст инвестиција у фиксне фондове у Т1 је остварен захваљујући приватним инвестицијама, док је инвестициона активност државе, мерена обимом капиталних издатака, у знатној мери смањена.

На повећање инвестиција у фиксне фондове указује повећање увоза и смањење извоза капиталних добара у условима повећане домаће производње ових производа. Допринос приватних инвестиција расту БДП-а у Т1 је износио 3,6 п.п.

Раст инвестиција се дугује делом и порасту залиха, тј. инвестицијама у обртне фондове. Након пада у претходном тромесечју, у Т1 је остварен већи прираст реалних залиха. У оквиру готових производа индустрије, повећане су залихе енергије, интермедијарних и капиталних производа.

Иако је у Т1 раст кредита привреди успорен, имајући у виду актуелне и најављене инвестиционе пројекте, у наредном периоду се очекује даљи раст приватних инвестиција, што ће определити раст економске активности у 2011. години.

Нето екстерна тражња

Бржи раст увоза од извоза негативно је утицао на кретање економске активности у Т1.

У Т1 је остварен бржи десезонирани раст увоза од извоза, чиме је спољнотрговинска размена негативно утицала на кретање БДП-а (допринос нето извоза –2,0 п.п.).

Спољнотрговинска размена је и међугодишње посматрано у Т1 имала негативан утицај на БДП (допринос –2,0 п.п.), иако је раст робног извоза био бржи од раста увоза (32%, наспрам 23% мг.).[12]

Расту робног извоза највише су допринели основни метали (гвожђе и челик и обојени метали) и храна. Извоз пољопривредних производа је од фебруара у паду, а у марту је пад извоза регистрован и код прехрамбено-индустријских производа. С друге стране, иако бржи од раста извоза, раст увоза се заснивао на увозу средстава за производњу (опреме и репроматеријала), а не на увозу робе широке потрошње, који је био у паду (око 2%). То представља охрабрујући сигнал у погледу наставка опоравка економске активности.

Крајем Т1 извоз робе био је, десезонирано посматрано, за 17% виши од просечног нивоа у периоду јануар–септембар 2008. године. Иако расте, увоз је и даље 14% испод просечног нивоа у том преткризном периоду.

[12] Разлог је знатно веће учешће увоза робе и услуга у БДП-у од извоза.

Табела IV.4.1. **Индикатори кретања инвестиција**

	2005-2008. (просек)	2010. I	2010. II	2010. III	2010. IV	2011. I
Реални показатељи *(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)*						
Грађевинарство	2,2	-2,4	-1,9	-0,1	-0,3	-0,2 *
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	-6,5	-7,6	1,8	-6,7	10,5	25,5
Извоз капиталних производа**	29,3	-16,3	27,1	-9,6	14,7	-16,4
Увоз капиталних производа**	11,2	-9,9	9,7	15,1	-2,8	11,8
Залихе капиталних производа	-1,6	-7,3	13,3	-7,9	-10,6	53,8
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	3,9	-5,8	7,8	1,3	-4,4	9,2
Извоз интермедијарних производа**	17,6	10,1	2,6	1,9	12,1	8,4
Увоз интермедијарних производа**	15,4	4,7	6,7	12,3	5,1	4,4
Залихе интермедијарних производа	0,5	-1,6	-1,8	-0,2	-2,7	3,3
Инвестиције државе**	16,2	-7,1	-3,3	20,8	0,0	-17,4
Финансијски показатељи						
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето, у млн EUR)	528,8	-141,0	-270,0	-150,0	-228,4	-214,0
Домаћи краткорочни кредити одобрени привреди (у млрд динара)	51,8	31,8	38,9	19,3	33,0	-2,7
Домаћи дугорочни кредити одобрени привреди (у млрд динара)	43,3	16,7	35,3	13,5	27,1	8,9
Домаћи дугорочни кредити одобрени становништву (у млрд динара)	78,9	23,2	44,3	21,6	12,8	-9,1

* Процена НБС.

** Увоз је дефлациониран индексом цена произвођача индустријских производа у Немачкој; извоз је дефлациониран извозним ценама капиталних производа; инвестициона потрошња државе је дефлационирана индексом цена произвођача индустријских производа.

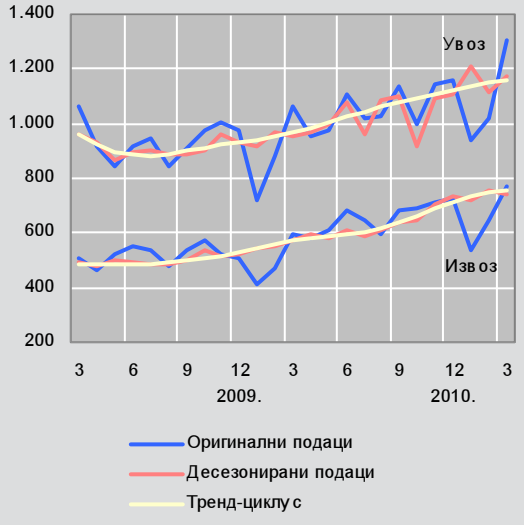
Увозна инфлација је четврто тромесечје заредом у паду и у Т1 је била чак негативна (–2,0%)[13]. Увозна дефлација у Т1 резултат је, у највећој мери, апрецијације номиналног ефективног курса динара (2,6%), будући да је у истом периоду раст цена у ЕУ и САД (0,6%) у просеку био приближно исти као у Т4. Пад увозне инфлације није се одразио на успоравање укупне инфлације због рекордно високих цена пољопривредних производа, али јесте на успоравање базне инфлације.

Као последица неизвесности у погледу окончања либијске кризе, у Т1 је забележен даљи снажан раст цене нафте (око 23%). Раст је настављен и у априлу, када је цена барела премашила 120 долара.

На раст цене нафте утицао је и глобални привредни раст, који је снажнији од очекиваног, као и побољшање глобалних економских перспектива. Очекује се да ће се цена нафте и у наредном периоду задржати на садашњем, високом нивоу.

За разлику од нафте, цена бакра од средине Т1 бележи благ пад након знатног раста током 2010. године. Цена бакра је средином фебруара достигла

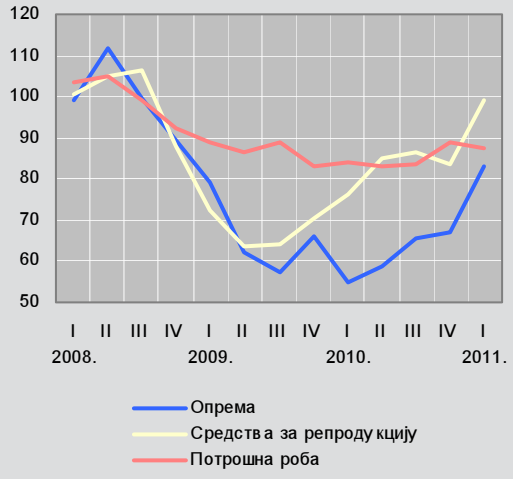
Графикон IV.4.4. **Извоз и увоз робе**
(у млн EUR)



Дефицит робне размене је повећан у односу на Т4 због бржег раста увоза.

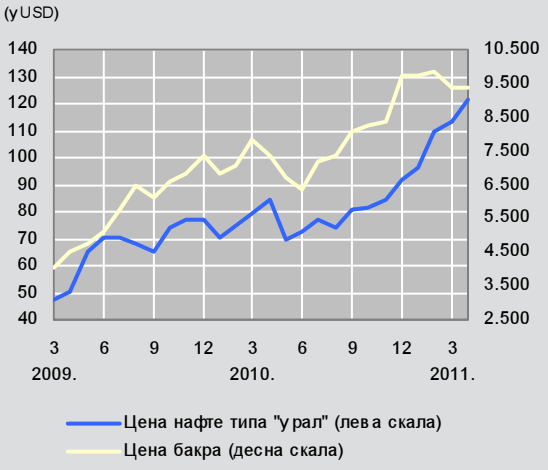
[13] Однос просека два узастопна тромесечја.

Графикон IV.4.5. **Кретање главних компоненти увоза**
(десезонирано, 2008 = 100)



У Т1 забележен је снажан раст увоза средстава за производњу и пад увоза робе широке потрошње.

Графикон IV.4.7. **Кретање цена нафте и бакра**



Извор: *Bloomberg.*

Цена нафте у Т1 бележи снажан раст, посебно у фебруару, док је код цене бакра дошло до промене тренда кретања и благог пада цене.

рекордан ниво од 10.148 америчких долара по тони, да би после тога почела да пада. Такво кретање последица је смањене тражње из Кине услед предузимања мера за „хлађење“ економије, као и пораста залиха овог метала.

Према индексу светских цена хране који објављује Организација УН за храну и пољопривреду, у марту је дошло до пада вредности овог индекса за око 3%, након што је у фебруару достигао рекордно висок ниво. Тиме је прекинут континуирани раст овог индекса започет у јулу 2010. У априлу је индекс

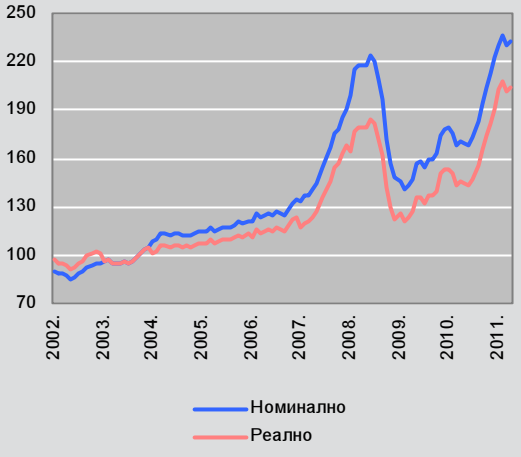
Графикон IV.4.6. **Домаћа и увозна инфлација***
(тромесечне стопе раста, у %)

Извор: НБС и *Eurostat.*

* Однос просека два узастопна тромесечја.

Увозна дефлација у Т1 резултат је номиналне ефективне апрецијације динара.

Графикон IV.4.8. **Индекс светских цена хране**
(2002 - 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Након осам месеци узастопног раста, вредност индекса светских цена хране забележила је пад у марту.

светских цена хране остао на нивоу из марта, што би могао бити индикатор стабилизације цена хране. Тренутно су цене већине примарних пољопривредних производа на светском тржишту веома високе, чак и за око 40% више у односу на исти период прошле године.

5. Економска активност

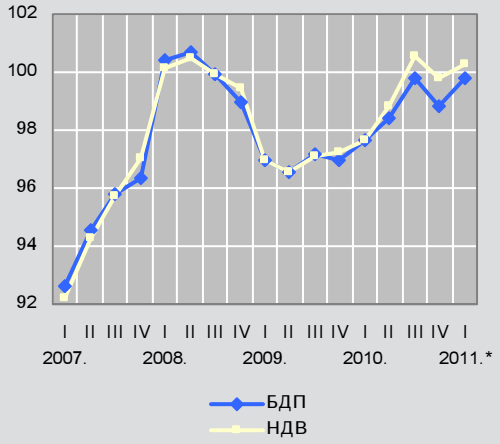
Након пада у Т4, процењујемо да је БДП у Т1 повећан. Негативан производни јаз се смањује.

Пад БДП-а у Т4 2010. био је незнатно виши од очекиваног у фебруарском Извештају о инфлацији – износио је 1,0% дсз. (1,7% мг.). Таквим кретањима највише је допринео пад индустријске производње, пре свега прерађивачке индустрије, пад пољопривредне производње и пад промета у трговини. Непољопривредна додата вредност (НДВ) имала је нешто блажи десезониран пад (0,8%), а на међугодишњем нивоу успорен раст (2,5% мг.).

Процењује се да је у Т1 2011. дошло до опоравка економске активности, што одговара оцени изнетој у претходном Извештају о инфлацији да је пад економске активности у Т4 привременог карактера. Према процени, раст БДП-а у Т1 износи 1,0%, а НДВ-а 0,5% дсз. Међугодишње посматрано, раст БДП-а и НДВ-а је убрзан на 2,4% и 2,8%, респективно.[14] Тиме се економска активност приближила нивоу на којем је била пре кризе.[15]

Раст (процењени) економске активности у Т1 резултат је у највећој мери раста индустријске производње од 3,7% дсз. (допринос 0,6 п.п.). Поред тога, расту је допринео и раст пољопривредне производње и активности у сектору саобраћаја, складиштења и веза (по 0,3 п.п.), као и раст у сектору производње и дистрибуције електричне енергије, гаса и воде и у сектору финансијског посредовања (по 0,1 п.п.). С друге стране, на раст економске активности негативно је утицао пад промета у сектору трговине на велико и мало (–0,5 п.п.). Међугодишње посматрано, раст

Графикон IV.5.1. **Кретање индикатора економске активности**
(десезонирани подаци, 2008 = 100)



* Процена НБС.

У Т1 је дошло до раста БДП-а, пре свега због раста прерађивачке индустрије.

БДП-а у Т1 заснован је првенствено на расту активности у сектору саобраћаја, складиштења и веза (1,2 п.п.), као и индустријске производње (допринос 0,9 п.п).

Раст индустријске производње остварен је у сва три сектора. При том је раст активности у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром[16] и у сектору рударства био нарочито изражен у фебруару и марту.

Највећи допринос расту прерађивачке индустрије дале су производња основних метала, моторних возила и приколица, као и металских производа. С друге стране, на раст прерађивачке индустрије негативно је утицао пад производње дуванских производа, намештаја, као и кокса и деривата нафте (ремонт Рафинерије нафте у Панчеву, започет почетком марта, утицао је на пад производње Нафтне индустрије Србије).

Расту економске активности у Т1 је у великој мери допринео и раст активности у сектору саобраћаја,

[14] Према прелиминарној процени РЗС-а, реални раст БДП-а у Т1, у ценама из претходне године и по новој класификацији делатности, износио је 3,0% мг. Процена НБС рађена је по старој класификацији делатности и на фиксну базу (цене из 2002. године).

[15] Преткризним периодом сматрамо П1 2008. године.

[16] Према новој класификацији делатности (Сектор Д – Снабдевање електричном енергијом, гасом, паром и климатизација).

Графикон IV.5.2. **Доприноси међугодишњем расту БДП-а**
(у процентним поенима)

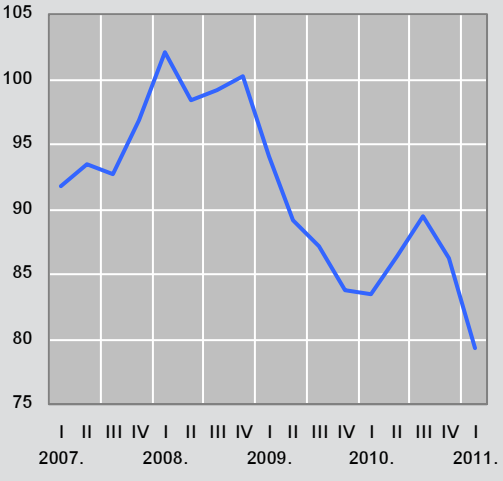
* Процена НБС.

У Т1 се очекује раст економске активности.

Графикон IV.5.3. **Кретање индустријске производње**
(десезонирани подаци, 2008 = 100)

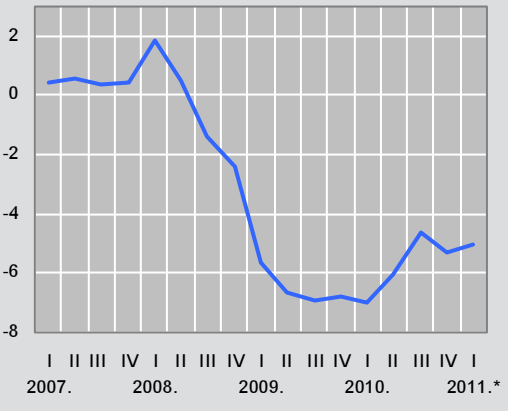
Након пада у претходном тромесечју, индустријска производња у Т1 бележи раст.

Графикон IV.5.4. **Кретање трговине на мало**
(десезонирани подаци, 2008 = 100)



Пад промета у трговини на мало је настављен у Т1.

Графикон IV.5.5. **Производни јаз***
(процентуално одступање од тренда)



* Процена НБС.

Негативан производни јаз је ублажен због раста економске активности у Т1 у односу на претходно тромесечје.

складиштења и веза. Он је остварен захваљујући у највећој мери порасту обима авио-саобраћаја и телекомуникација. Такође, сектор финансијског посредовања бележи нешто бржи раст у Т1.

С друге стране, настављен је пад промета у трговини, започет крајем прошле године. Због наставка реалног пада зарада, као и успоравања раста кредитне активности, промет у трговини на мало је у Т1 био на најнижем нивоу у последњих пет година.

Активност у сектору хотела и ресторана је такође у паду, на шта указује пад промета у угоститељству. Процењујемо да је у Т1 активност у овом сектору мања за 4,6% мг.

Процењујемо да је пад активности у грађевинарству, који траје готово три године, у Т1 настављен, али споријим темпом (0,2% дсз.). На успоравање пада указује и раст производње неметалних минерала (производња цемента, црепова, плочица, стакла). С повећањем инвестиција, пре свега приватног сектора, очекујемо да ове године дође и до опоравка грађевинске активности.

Према процени Републичког завода за статистику, у 2010. години је остварен раст БДП-а од 1,8%. Према нашој процени, раст БДП-а у 2011. години износиће око 3,0% и у највећој мери биће заснован на бржем расту прерађивачке индустрије и бољој пољопривредној години.

Очекивани раст економске активности у Т1 указује да је смањен негативни производни јаз и да су ослабили дезинфлаторни притисци по том основу. Ипак, агрегатна тражња је и даље на ниском нивоу.

Осврт 3: Ревизија података о БДП-у

Крајем марта 2011. године Републички завод за статистику (РЗС) објавио је ревидиране стопе раста реалног бруто домаћег производа (БДП) за период 2001–2009. године. Кориговани су такође подаци за номинални БДП (у динарима, доларима и еврима) за период 2007–2009.

Ревизија раније објављених података извршена је због:

а) промене класификације делатности – нова класификација делатности (2010) усклађена је са стандардима Европске уније, односно стандардима Европског статистичког система, и подразумева већи број категорија на свим нивоима класификације;

б) преласка са обрачуна са фиксном базом (2002. година) на обрачун у ценама из претходне године – обрачун са фиксном базом има за последицу то да, са удаљавањем од базне године, пондери све мање одражавају реалну економску ситуацију. Новим начином обрачуна пондери се мењају сваке године; и

в) ревизије индикатора који се користе за обрачун у сталним ценама – прелазак на нове, адекватније показатеље, у складу с препорукама међународне статистике.

Упоредни приказ претходно објављених и нових, ревидираних стопа раста реалног БДП-а у периоду 2001–2009. представљен је на графикону 1.

Графикон О 3.1. **Реални раст БДП-а**
(међугодишње стопе, у %)

Графикон О 3.2. **Номинални БДП**
(у млрд EUR)

Обрачун номиналног БДП-а у периоду 2000–2009. извршен по новој класификацији делатности није довео до промене ранијих података. Међутим, због преласка на тзв. општи систем трговине у статистици међународне робне трговине (шири концепт обухвата), БДП за 2007. и 2008. годину кориговано је у делу извоз/увоз добара и услуга (увоз је знатно више повећан него извоз), а то је за последицу имало смањење номиналног БДП-а у тим годинама (видети графикон 2). Промена номиналног БДП-а за 2009. годину резултат је објаве коначног обрачуна[1].

Због увођења општег система трговине, кориговани су и подаци о БДП-у са употребне стране (у текућим ценама) за 2007. и 2008. годину. Подаци о употреби БДП-а за 2009. годину у текућим ценама објављени су први пут.

[1] Коначан обрачун БДП-а за одређену годину објављује се годину дана након истека те године (у марту) и израђује на основу годишњих финансијских извештаја предузећа, док се прелиминарни подаци објављују девет месеци по истеку дате године (у септембру) и представљају процене на основу одређених индикатора.

6. Кретања на тржишту рада

Зараде

Зараде су у Т1 у јавном сектору реално порасле, док су у приватном сектору стагнирале. Пад јединичних трошкова рада у индустрији је убрзан.

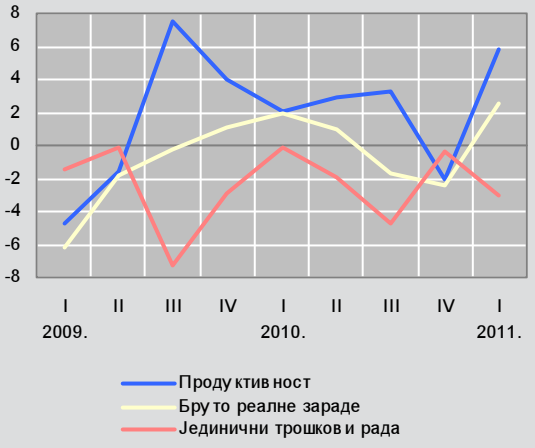
Према десезонираним подацима, и номиналне и реалне зараде су у Т1 остварилe раст у односу на претходно тромесечје. Номиналне зараде су порасле 6,7%, а реалне 2,6%.

Раст нето зарада (и номинално и реално) забележен је у већини делатности. Највећи раст остварилe су зараде у сектору рударства и сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром, што коинцидира с растом производње у ова два сектора. Знатан раст забележен је и у сектору пословања некретнинама и сектору стручних, научних, иновационих и техничких делатности. С друге стране, највећи пад зарада забележен је у сектору финансијског посредовања и сектору уметности и забаве.

Зараде у јавном сектору су порасле 4,7% у номиналном и 1,0% у реалном изразу. Такво кретање резултат је раста зарада у сектору административних и помоћних услужних делатности и у сектору државне управе и социјалног осигурања. Зараде у приватном сектору номинално су порасле 2,5%, док су реално стагнирале.

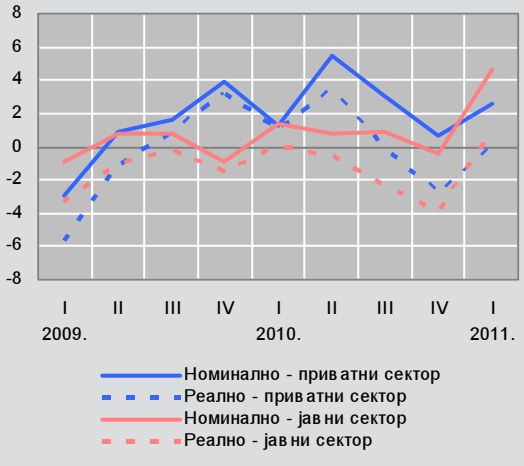
Међугодишње посматрано, номиналне зараде су у Т1 убрзале раст (10,0%), док су реалне зараде убрзале

Графикон IV.6.2. **Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



Јединични трошкови рада бележе пад у Т1 због бржег раста продуктивности од раста бруто реалних зарада.

Графикон IV.6.1. **Кретање просечних нето зарада**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



У Т1 реалне зараде су у јавном сектору повећане, док су у приватном сектору стагнирале.

Графикон IV.6.3. **Незапосленост**

Извор: РСЗ.

Након благог опоравка у претходном тромесечју, број запослених је у Т1 смањен .

пад (2,4%). Бржи раст номиналних зарада забележен је како у приватном, тако и у јавном сектору (12,0% и 5,8%, респективно). Реалне зараде су у јавном сектору успориле пад (6,0%), док су у приватном сектору успориле раст (0,2%).

Просечна нето зарада у Т1 у Републици Србији је износила 35.108 динара.

Пад јединичних трошкова рада у индустрији је убрзан у односу на претходно тромесечје, што је последица бржег пораста продуктивности рада од пораста реалних бруто зарада. Иста тенденција је забележена и у прерађивачкој индустрији.

Запосленост

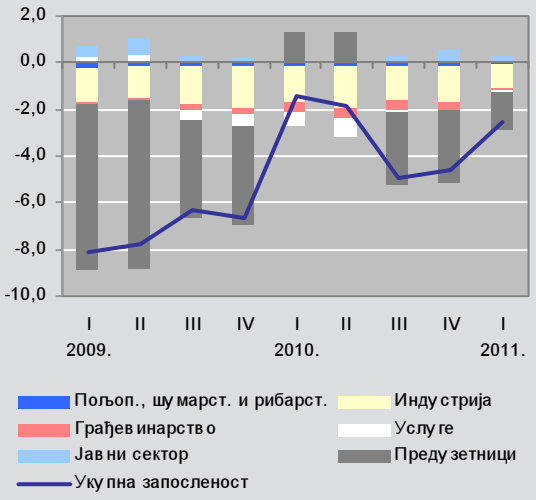
Број запослених је у Т1 незнатно смањен, у највећој мери као последица смањења броја запослених у прерађивачкој индустрији.

Према званичним статистичким подацима, број запослених у Т1 забележио је благ пад у односу на Т4 (за 1.941 лице, или 0,1%). Пад је био последица, у највећој мери, смањења броја запослених у прерађивачкој индустрији (допринос –0,1 п.п.). Пад запослености је забележен и у сектору грађевинарства, рударства, као и у сектору информисања и комуникација. С друге стране, благ раст бележе готово сви сектори услуга , као и јавни сектор.

У односу на исти период прошле године, број запослених је мањи за 2,6%, што је и даље у највећој мери последица смањења броја предузетника и запослених код њих. Ипак, пад међугодишње запослености је знатно успорен због успоравања пада броја предузетника, као и броја запослених у прерађивачкој индустрији и грађевинарству. С друге стране, запосленост у Т1 у већини услужних делатности бележи спорији раст, а у трговини повећање пада.

Према подацима Националне службе за запошљавање, број незапослених је у фебруару био за 0,5% мањи него у фебруару прошле године, док је запошљавање веће за 34,8%.

Графикон IV.6.4. Запосленост по секторима
(допринос међугодишњем расту запослености, у процентним поенима)



Извор: РЗС.

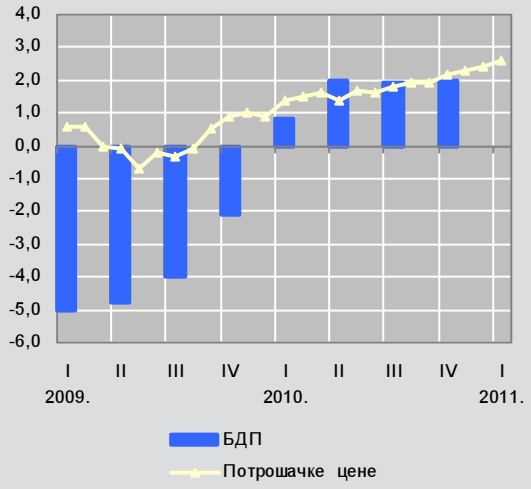
Запосленост у Т1 је и даље у паду, чему су претежно допринели пад броја предузетника и запослених у прерађивачкој индустрији.

За програме запошљавања Националне службе за запошљавање у овој години предвиђена су већа средства у буџету него у прошлој. Акценат би требало да буде стављен на већу подршку предузетницима, малим и средњим предузећима и најугроженијим категоријама незапослених. У Т1 је започета реализација програма „Прва шанса 2011“, за запошљавање 15.000 младих људи до 30 година старости у приватном сектору, и програма „Стручна пракса 2011“, за стручно оспособљавање 5.000 младих у јавном и приватном сектору. Тим програмима је до средине априла ангажовано више од 5.000 људи.

7. Међународно окружење

Опоравак светске економије је видљив, али и даље неуједначен. Инфлаторни притисци глобално јачају. Снажни опоравак немачке привреде погодује српском извозу.

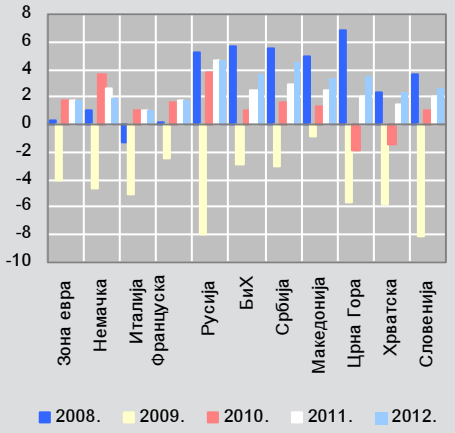
Графикон IV.7.1. **БДП и инфлација у зони евра**
(међугодишње стопе раста)



Извор: *Eurostat.*

Привредни раст у Т4 је стагнирао. У Т1 се очекује убрзање раста, али су се знатно повећали инфлаторни притисци.

Графикон IV.7.2. **Раст БДП-а Србије и најважнијих спољнотрговинских партнера и пројекције**
(у %)



Извор: *Consensus Forecast, April 2011*

Очекиван опоравак привредног раста најважнијих спољнотрговинских партнера Србије у 2011, посебно Немачке, позитивно ће утицати на наш извоз.

Опоравак глобалне економске активности се наставља, али и даље неуједначеним темпом. Земље у развоју су се вратиле на стопе раста које су имале пре избијања економске кризе (неке су их и премашиле), док код развијених земаља опоравак иде знатно спорије. Разлика у оствареним стопама раста те две групе земаља у 2010. износи чак 4 п.п.[17] Код развијених земаља проблем представљају спор раст економске активности, високе стопе незапослености и неизвесност на финансијским тржиштима.

Почетком 2011, дужничка криза је у зони евра настављена, па чак и продубљена. Наиме, након Грчке и Ирске, и Португал је затражио финансијску подршку из "стабилизационог фонда" због високих трошкова новог задуживања, а постоји бојазан да би и Шпанија могла затражити финансијску подршку. Иако тржишни учесници све више говоре о неопходности реструктурирања дугова презадужених земаља, ЕЦБ за сада не разматра ту могућност.

Након стагнације привредне активности у зони евра у Т4 2010, прве процене за Т1 2011. указују на убрзање привредног раста, захваљујући расту приватних инвестиција. Највиши раст очекује се у Немачкој, која је један од најважнијих спољнотрговинских партнера Србије. То би требало позитивно да се одрази на наш извоз.

Као последица високог раста цена хране и енергената, посебно израженог од почетка текуће године, у зони евра у Т1 су забележени појачани инфлаторни притисци. Инфлација је у марту, четврти месец заредом, била изнад циља („близу, али испод, 2%"). Страх од раста инфлационих очекивања и испољавања секундарних ефеката изнудио је одлуку ЕЦБ-а да почетком априла – први пут од јула 2008. године – референтну каматну стопу повећа за 0,25 п.п. (на 1,25%).

Појачани инфлаторни притисци утицали су на промену карактера монетарне политике и код

[17] IMF World Economic Outlook, April 2011.

централних банака земаља централне и источне Европе. Тако су у Т1 прво мађарска, а затим и пољска централна банка подигле референтну каматну стопу. Очекује се да ће њихов пример веома брзо следити и остале централне банке региона.

У САД ће, како се процењује, доћи до успоравања привредног раста у Т1 2011. године. Велики проблем америчке привреде представљају висок јавни дуг и пораст буџетског дефицита, као и изостанак адекватних мера за његову консолидацију. Рејтинг агенција *Standard&Poor's* је због тога, средином априла, по први пут изгледе кредитног рејтинга САД погоршала (са „стабилних“ на „негативне“).

ФЕД, и поред повећаних инфлаторних притисака, наставља с веома експанзивном монетарном политиком и процесом откупа обвезница трезора. Циљ је смањење дугорочних приноса на обвезнице, који би утицали на пад осталих каматних стопа, а то би подстакло потрошњу и привредну експанзију. ФЕД сматра да је привредни раст још слаб, незапосленост висока, а ценовни притисци привремени. Због тога се у САД у наредном периоду не очекује заоштравање монетарне политике.

Слабљење вредности америчке валуте у односу на евро настављено је и поред неизвесности око одрживости дуга високозадужених земаља еврозоне и опасности од ширења кризе и на остале чланице ЕМУ. Разлог томе је најпре најава, а потом и реализација рестриктивније монетарне политике ЕЦБ-а. Због и даље повећане аверзије инвеститора према ризику, швајцарски франак и јапански јен, као валуте „сигурносног уточишта“, одржале су високу вредност према долару и евру у Т1. Како ће се курсеви најјачих светских валута кретати у наредном периоду неизвесно је.

V. Пројекција инфлације

Инфлација ће свој максимум достићи у априлу или мају 2011, а након тога почети да опада по основу постепеног ублажавања трошковних притисака на цене хране, ниске агрегатне тражње и јачања динара. Повратак у границе циља очекује се у П1 2012. Економска активност ће у 2011. и 2012. убрзати опоравак. Процена Извршног одбора Народне банке Србије је да је референтна каматна стопа при врху или на врху тренутног циклуса. Ради одржавања инфлације у границама циља у средњем року, Народна банка Србије ће вероватно и у наредном периоду спроводити рестриктивну монетарну политику користећи све расположиве инструменте монетарног регулисања.

Циљ средњорочне пројекције инфлације је да прикаже пројектовано кретање инфлације (индекс потрошачких цена) у наредном периоду, основне факторе који ће одређивати то кретање, као и ризике њеног остварења. Пројекција инфлације приказује се у виду распона и централне пројекције. Претпоставка пројекције је да монетарна политика својим мерама активно делује тако да инфлација у средњем року буде у границама дозвољеног одступања од циља, што је у садашњем оквиру монетарне политике њена основна улога.

Почетни услови

Потрошачке цене су у Т1 2011. убрзале раст, тако да су се међугодишње стопе инфлације кретале знатно изнад горње границе циља. Најјачи инфлаторни притисци су и у овом тромесечју потицали од повећаних трошкова производње прерађене хране, као последица прошлогодишњег скока цена примарних пољопривредних производа у свету и код нас.

Цене пољопривредних производа у свету (кукуруз, пшеница, шећер, кафа...), које су почеле да расту средином 2010, стабилизовале су се на вишем нивоу у односу на период пре почетка раста. Код нас су цене примарних пољопривредних производа наставиле с растом и у Т1 2011.

Такође, цене сирове нафте у свету бележе снажан пораст (30% од почетка 2011) под утицајем политичких немира на Блиском истоку и у северној Африци. Од почетка године у порасту су и цене основних метала (бакар, алуминијум, гвожђе), као и цене индустријских сировина (памук, вуна, гума, кожа), што генерише трошковне притиске у производњи готових производа.

Апрецијацијски притисци, до којих је дошло крајем 2010, наставили су се и у прва четири месеца 2011. Јачање домаће валуте је регионална појава, будући да су сличне тенденције забележене и у другим источноевропским земљама са флексибилним девизним курсом (као последица пада премија ризика и јачања поверења страних инвеститора за улагање у ове земље). Апрецијацији динара, поред тога, допринеле су и рестриктивне мере монетарне политике које Народна банка Србије предузима од августа прошле године.

Номинална апрецијација динара према евру у Т1 2011. и виша инфлација у Србији у односу на еврозону резултирали су реалном апрецијацијом динара и, последичним, отварањем апрецијацијског јаза реалног девизног курса. То указује на пад реалних маргиналних трошкова нето увозника и смањење притиска на раст њихових цена на домаћем тржишту у средњем року.

Инфлаторна очекивања у Т1 нису порасла у већој мери и поред високог раста потрошачких цена, што би могло да значи да економски учесници верују да ће се инфлација у средњем року вратити у границе циља.

Ниска агрегатна тражња наставља да буде главни дезинфлаторни фактор на средњи рок, на шта указује и негативан производни јаз у Т1.

Економска активност у Т1 је остварила раст након пада у Т4 2010, као резултат раста домаће тражње (пре свега инвестиционе).

Привреда еврозоне наставља са опоравком у Т1, вођеним пре свега тражњом из земаља у развоју. Рестриктивне фискалне мере које су ступиле на снагу у другој половини 2010. у високозадуженим чланицама еврозоне неће знатније утицати на нашу екстерну тражњу, с обзиром на то да се за наше најзначајније трговинске партнере (Немачка и Италија) предвиђа раст економске активности у наредном периоду.

Повећање референтне стопе са 11,5 на 12,5% од почетка 2011. и реална апрецијација динара утицали су да монетарна политика, након дужег времена, поприми рестриктивни карактер у Т1.

Претпоставке пројекције

Раст регулисаних цена ће се већ у првој половини године приближити горњој граници укупно планираног раста за целу годину, тако да се очекује да ће до краја 2011. премашити договорени оквир (7 ± 2%). У 2012. очекује се нижи раст регулисаних цена.

Цене воћа и поврћа су на знатно вишем нивоу од просека за више година уназад, а цене примарних пољопривредних производа (кукуруз, пшеница, сунцокрет...) близу историјских максимума. Због тога се, чак и под претпоставком просечне пољопривредне сезоне, у наредном периоду очекује релативни пад (спорији раст) ових цена у односу на остале цене.

Апрецијацијски тренд реалног курса динара према евру одраз је наставка умерене конвергенције нивоа цена у Србији ка нивоу цена еврозоне. Такође, претпоставља се благ пад премије ризика земље у наредном периоду, захваљујући постепеном повратку поверења страних инвеститора. У таквим условима доћи ће и до постепеног пада тренда реалне камате.

Од почетка 2011. у еврозони је дошло до раста инфлаторних притисака. Претпоставља се да ће се ти притисци наставити током целе године. ЕЦБ је због тога већ у априлу референтну каматну стопу повећала за 25 б.п. и очекује се да ће наставити са заоштравањем монетарне политике.

Пројекција инфлације

Инфлација ће свој максимум достићи у априлу или мају, а затим почети да опада ка циљу. Повратак у границе циља очекује се у П1 2012. године, а кретање око централне вредности циља у П2 те године.

Као и у Т1, раст цена у Т2 2011. биће детерминисан растом цена хране и регулисаних цена.

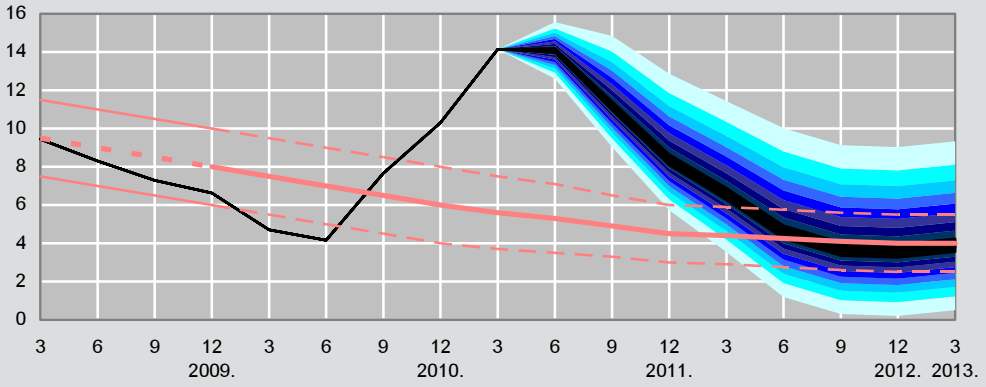
Наставак раста цена хране дугује се и даље притисцима са стране трошкова производње. Наиме, и поред знатног раста цена индустријско--прехрамбених производа, наша је процена да ове цене још нису у потпуности апсорбовале раст трошкова производње (цене кукуруза, пшенице, сунцокрета...), па се по том основу и у наредном периоду очекују инфлаторни притисци. Ипак, они би требало да буду знатно блажи него у Т1.

Готово целокупан раст регулисаних цена у Т2 потицаће од поскупљења електричне енергије, док ће се ефекти поскупљења природног гаса и смањење цена цигарета на инфлацију међусобно неутралисати. Може се очекивати и даљи раст цена нафтних деривата због великог скока цена сирове нафте на светским берзама.

Табела V.0.1. **Претпоставке пројекције**

	2011.	2012.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у ЕУ (Т4 на Т4)	2,1%	1,8%
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	1,75%	2,50%
Раст БДП-а у зони евра	1,7%	1,7%
Цена уралске нафте по барелу (крај године, у USD)	120	125
Интерне претпоставке		
Регулисане цене (дец. на дец.)	12,1%	7,0%
Цене воћа и поврћа (дец. на дец.)	6,2%	5,0%
Трендови		
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,6%	2,1%
Тренд реалне камате (просек)	4,0%	3,6%

Графикон V.0.1. **Пројектована инфлација**
(међугодишње стопе, у %)



Инфлација ће свој максимум достићи у априлу или мају, а затим почети да опада ка циљу. Повратак у границе циља очекује се у П1 2012. године. Ризици остварења пројекције асиметрични су навише због могућег раста државне потрошње и задржавања цена хране на високом нивоу.

Овај тип графикона приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикона и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90% вероватноће остварења пројекције. Другим речима, вероватноћа да ће инфлација у наредних осам тромесечја бити изван распона на графикону износи 10%.

Раст цена хране и регулисаних цена у Т2, као и ниске стопе инфлације из истог периода претходне године, утицаће да међугодишња стопа инфлације у априлу или мају достигне свој максимум. Након тога се очекује постепено враћање инфлације ка циљу.

Иако се у 2011. предвиђа постепен опоравак привреде, агрегатна тражња ће и даље деловати дезинфлаторно у средњем року. Са опоравком економске активности, дезинфлаторни карактер овог фактора биће све слабији.

У кратком року, процесу дезинфлације допринеће и актуелна номинална апрецијација динара, преко пада увозних цена. У средњем року, дезинфлаторно ће деловати отварање апрецијацијског јаза реалног девизног курса. Овај фактор је индикатор пада реалних маргиналних трошкова нето увозника, па се у наредном периоду смањују притисци за подизање њихових цена по овом основу.

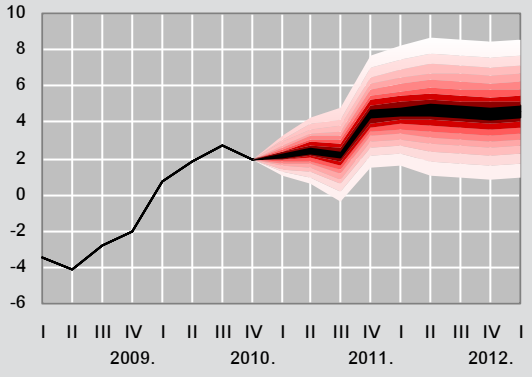
Преокрет у кретању цена хране, ниска агрегатна тражња и ниски маргинални трошкови нето увозника су главни фактори који ће утицати на пад месечних стопа инфлације у П2 2011. То би, због високе базе у истом периоду претходне године, требало да допринесе знатном паду међугодишње инфлације (видети Осврт 4, стр. 40).

У наредном периоду требало би да дође до умереног опоравка економске активности. Раст БДП-а у 2011. години процењује се на 3,0%. Очекује се да ће највећи допринос том расту дати домаћа инвестициона активност. Повољнији изгледи економског опоравка Србије и субвенције државе инвеститорима за запошљавање требало би да подстакну прилив инвестиција. С друге стране, висока стопа незапослености ће, и поред одмрзавања зарада у јавном сектору, утицати на то да допринос потрошње домаћинстава расту БДП-а, иако позитиван, буде скроман.

Допринос нето извоза ће и даље бити позитиван, али мањи него у претходном периоду, делом као последица апрецијације динара према евру, али и због очекиваног раста увоза опреме и репроматеријала до кога ће доћи с растом економске активности.

Вишој стопи раста БДП-а могла би да допринесе чак и просечна сезона у пољопривреди у 2011, будући да је, због лоше сезоне у 2010, база за поређење ниска. Такође, цене пољопривредних производа које су близу историјских максимума могле би да подстакну пољопривреднике на већа улагања у производњу.

Графикон V.0.2. **Пројекција раста бруто домаћег производа**
(међугодишње стопе, у %)



Економска активност ће у току 2011. и 2012. убрзати опоравак по основу опоравка тражње (пре свега инвестиционе).

Ризици остварења пројекције

Највећи ризици остварења нове пројекције тичу се кретања премије ризика, цена хране и дефицита државног буџета.

Кретање премије ризика и перцепција страних инвеститора улагања у Србију у знатној мери ће одредити трајање апрецијацијских притисака, који су започети крајем 2010. године. Наиме, ако се у наредном периоду апрецијацијски притисци интензивирају, увозници би могли да их окарактеришу као трајније и да, у складу с тим, снизе своје цене. Ако се пак испостави да су апрецијацијски притисци привременог карактера и дође до наглог заокрета у кретању курса динара, поново би дошло до инфлаторних притисака по основу увозне инфлације.

Уколико би се ове године остварили просечни или изнадпросечни резултати у пољопривредној производњи код нас и у свету, дошло би до релативног пада цена примарних пољопривредних производа и смањења трошковних притисака на цене хране. С друге стране, висок раст тражње за храном на глобалном нивоу (нарочито у земљама у развоју), као и алтернативна употреба појединих примарних пољопривредних производа (кукуруз у производњи биогорива), комбиновано са лошијом пољопривредном сезоном, могли би утицати на стагнацију, па чак и раст, цена примарних пољопривредних производа и, последично, цена хране.

Експанзивнија фискална политика од планиране могла би да изазове додатне инфлаторне притиске у наредном периоду. Већи дефицит буџета утицао би на раст агрегатне тражње, смањено интересовање страних инвеститора за улагања у Србију и депрецијацију динара. Због тога је битно да фискалне власти учине све што могу да се задрже у оквирима планираног буџетског дефицита за ову годину.

Узевши све у обзир, процењује се да су ризици нове пројекције асиметрични навише, због могуће експанзивније фискалне политике и задржавања цена хране на високом нивоу.

Поређење и остварење пројекција

Нова пројекција инфлације је у 2011. и почетком 2012. виша у односу на претходну пројекцију објављену у фебруарском Извештају о инфлацији, док су након тога две пројекције приближно једнаке.

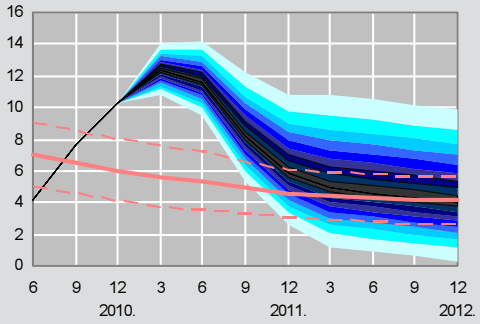
Инфлаторнији утицај у новој пројекцији потиче од раста цена хране, а дезинфлаторнији од јачања девизног курса.

Раст цена примарних пољопривредних производа изнад очекиваног у Т1, као и висок раст цена воћа и поврћа, допринели су да цене хране имају снажнији инфлаторни ефекат у односу на претходну пројекцију.

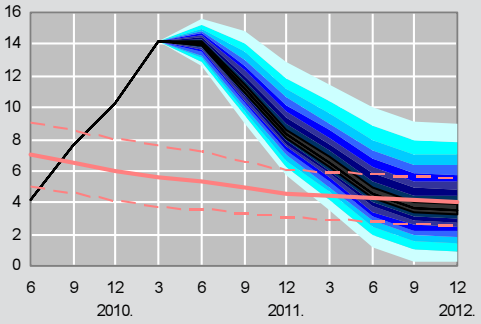
С друге стране, већи пад премије ризика од очекиваног и веће интересовање инвеститора за улагања у домаће ХоВ утицали су на апрецијацију динара и ниже инфлаторне притиске по основу увозних цена.

Графикон V.0.3. **Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације**

Фебруарска пројекција
(међугодишње стопе, у %)



Мајска пројекција
(међугодишње стопе, у %)



Нова пројекција инфлације је у 2011. и П1 2012. виша у односу на претходну пројекцију објављену у фебруарском Извештају о инфлацији, док је у остатку периода пројекције приближно иста.

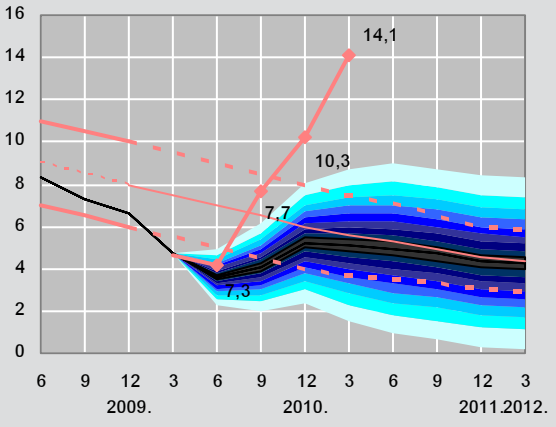
С обзиром на то да цене хране у првој половини ове године имају снажнији утицај на кретање инфлације у поређењу с дезинфлаторним утицајем девизног курса, нова пројекција је виша у односу на претходну у току 2011.

Крајем 2010. и у Т1 2011. инфлација се кретала изнад горње границе пројектованог распона објављеног у Извештају о инфлацији из маја 2010. Основни разлози тог одступања су интензиван раст цена хране у П2 2010. и почетком 2011, као и раст регулисаних цена изван планираних оквира.

Очекивано кретање референтне каматне стопе у наредном периоду

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир ризике, Извршни одбор процењује да је референтна каматна стопа при врху или на врху тренутног циклуса. Ради одржавања инфлације у границама циља у средњем року, Народна банка Србије ће вероватно и у наредном периоду спроводити рестриктивну монетарну политику користећи све расположиве инструменте монетарног регулисања.

Графикон V.0.4. **Остварење пројекције инфлације из маја 2010.**
(међугодишње стопе, у %)

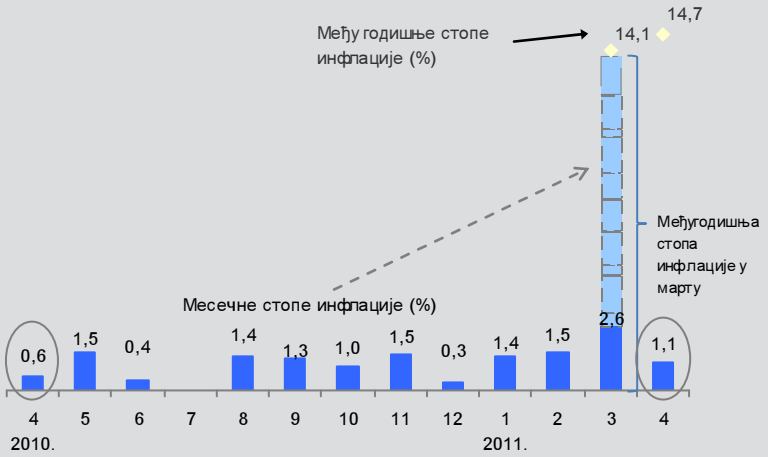


Крајем 2010. и у Т1 2011. инфлација се кретала знатно изнад горње границе пројектованог распона објављеног у Извештају о инфлацији из маја 2010.

Осврт 4: Ефекат базе и кретање међугодишње стопе инфлације

Циљане стопе инфлације Народне банке Србије утврђене су као међугодишња процентуална промена индекса потрошачких цена. За разлику од месечне стопе инфлације, која показује колико су порасле цене у текућем у односу на претходни месец, међугодишња стопа инфлације показује колико су порасле цене у односу на исти месец претходне године, то јест кумулативно у претходних 12 месеци.

Графикон О 4.1. **Веза између међугодишњих и месечних стопа инфлације**



На пример, међугодишња инфлација у марту 2011. године представља кумулативни раст цена од априла 2010. до марта 2011. године. Како прелазимо у наредни месец (у овом случају – април 2011), из обрачуна међугодишње инфлације искључује се раст цена из априла 2010, а укључује раст цена из априла 2011. године. Дакле, сваки месечни пораст цена остаје у међугодишњој стопи инфлације годину дана.

Између месечних и међугодишњих стопа инфлације може се успоставити следећа релација:

$$\pi_{12,t} \approx \pi_{12,t-1} + (\pi_t - \pi_{t-12})$$

где су $\pi_{12,t}$ и $\pi_{12,t-1}$ међугодишње стопе инфлације у текућем и претходном месецу, респективно, а π_t и π_{t-12} месечне стопе инфлације у текућем месецу и истом месецу претходне године.

Из дате релације се види да ће међугодишња инфлација бити у порасту ако је инфлација у текућем месецу виша од инфлације у истом месецу претходне године и обрнуто, па чак и ако инфлација од месеца до месеца пада. Дакле, на кретање међугодишњих стопа инфлације утиче како текуће кретање цена, тако и тзв. ефекат базе, тј. кретање цена у одговарајућем месецу претходне године.

У најновијој пројекцији инфлације базни ефекат је веома важан, с обзиром на то да су месечне стопе инфлације у П2 прошле године и у Т1 ове биле врло високе због раста цена хране. Како ова поскупљења буду искључивана из међугодишње стопе инфлације, готово је извесно да ће она бити у снажном паду. До пада међугодишње инфлације не би дошло само у случају да се понови раст цена из П2 прошле године, што је мало вероватно.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	I 2011.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)										
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	4,1	4,8	3,9	6,2	9,1	7,2	5,2	9,4	8,1	7,7
Девизне резерве/краткорочни дуг	364,3	539,0	708,3	522,5	943,9	920,0	382,1	528,8	546,4	888,8
Девизне резерве/БДП	13,8	16,5	16,5	24,4	38,8	33,9	25,1	36,7	34,7	34,0
Отплата дуга/БДП	1,4	2,0	3,9	4,7	7,0	10,1	10,6	11,5	11,8	14,5
Отплата дуга/извоз робе и услуга	7,0	9,0	16,4	17,7	23,5	33,2	34,0	39,1	33,8	39,7
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)										
Спољни дуг/БДП	58,7	55,9	49,8	60,1	60,9	60,2	64,6	77,9	82,5	77,8
Краткорочни дуг/БДП	3,8	3,1	2,3	4,7	4,1	3,7	6,6	6,9	6,4	3,8
Спољни дуг/извоз робе и услуга	300,9	251,6	211,5	228,9	204,1	197,3	207,6	265,3	236,2	213,0
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)										
Девизне резерве/М1	144,8	196,3	222,0	292,1	357,0	307,6	301,4	393,4	416,6	268,5
Девизне резерве/примарни новац	133,3	168,9	166,9	170,8	179,9	174,3	141,1	190,5	196,4	202,5
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	85,8	86,8	73,6	86,4	91,0
МЕМОРАНДУМ: (у милионима евра)										
БДП	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.883	28.815	7.090
Спољни дуг	9.402	9.678	9.466	12.196	14.182	17.139	21.088	22.487	23.786	22.672
Сервисирање спољног дуга	218	348	736	945	1.635	2.885	3.453	3.314	3.403	1.026
Девизне резерве НБС	2.208	2.854	3.131	4.952	9.041	9.660	8.190	10.602	10.002	9.919
Краткорочни дуг	606	529	442	948	958	1.050	2.143	2.005	1.830	1.116
Биланс текућих трансакција	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-839
			Нов. 2004.	Јул 2005.	Феб. 2006.	Јун 2007.	Март 2008.	Дец. 2009.		
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ			Standard & Poor's: B+	Standard & Poor's и Fitch: BB-	Standard & Poor's: BB- /позитиван; Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/негативан	Standard & Poor's: BB- /стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's: BB /стабилан Fitch: BB-/стабилан

Методолошка објашњења:

Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима) − однос девизних резерви на крају посматраног периода и просечног месечног увоза робе и услуга током тог периода.
Девизне резерве/краткорочни дуг (у %) − однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга крајем посматраног периода.
Девизне резерве/БДП (у %) − стање девизних резерви на крају посматраног периода у односу на БДП.
Отплата дуга/БДП (у %) − однос отплате дуга и БДП-а током посматраног периода.
Отплата дуга/извоз (у %) − однос отплате дуга и извоза робе и услуга током посматраног периода.
Дуг/БДП (у %) − однос стања дуга на крају посматраног периода и БДП-а.
Дуг/извоз (у %) − однос стања дуга на крају посматраног периода и вредности годишњег извоза робе и услуга.
Девизне резерве/М1 (у %) − однос стања девизних резерви и новчане масе на крају посматраног периода.
(Извоз + увоз)/БДП (у %) − однос вредности извоза и увоза робе и услуга и БДП-а током посматраног периода.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
2. У публикацији ММФ-а International Financial Statistics од октобра 2006. налази се страница за Републику Србију с подацима из монетарне статистике. За потребе тог извештаја, НБС је своје статистичке извештаје ускладила с међународним статистичким стандардима и методологијом која је, на нивоу ММФ-а, усклађена за све земље. С тим у вези, ускладили смо индикаторе изложености финансијском ризику.
3. Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.
4. Отплата спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.
5. БДП за 2010. годину је процена Народне банке Србије.
6. У складу с *BPM5*, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.
7. Од 1. јануара 2010. РЗС, према препорукама Канцеларије УН, увео је општи систем трговине, који представља шири концепт и код извоза и увоза. Обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.
8. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (443,5 млн евра), искоришћене у децембру 2009, као и капитализована камата према Париском клубу поверилаца (86,4 млн евра), док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (875,4 млн евра, од чега се 397 млн евра односи на домаће банке, а 478,4 млн евра на домаћа предузећа).
9. Код података који укључују БДП, за месец јануар се користи вредност за Т4 претходне године, а за месеце фебруар процена БДП-а за Т1.

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	I 2011.
Реални раст БДП-а (у %)	4,3	2,5	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,8	2,4[1)]
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)[2)]	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	14,1
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године)[2)]	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	7,9	10,8	3,6	8,6	13,2
Девизне резерве НБС (у млн евра)	2.208	2.854	3.131	4.952	9.041	9.660	8.190	10.602	10.002	9.919
Извоз (у млн евра)[3)]	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	10.070	2.583
- стопа раста у % у односу на претходну годину	16,0	23,1	16,3	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	18,8	28,5
Увоз (у млн евра)[3)7)]	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-16.016	-18.843	-13.577	-14.838	-3.868
- стопа раста у % у односу на претходну годину	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	33,8	17,7	-28,0	9,3	20,3
Текући рачун платног биланса[4)7)]										
(у млн евра)	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-839
у % БДП-а	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-7,2	-7,2	-11,8
Незапосленост по Анкети (у %)[5)]	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	/
Зараде (просечне за период, у еврима)	152,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	358,4	337,9	330,1	338,3
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а)[6)]	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,9	-3,3	-3,4	-3,8
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-1,8	-2,4	0,8	0,9	-1,9	-2,0	-2,5	-4,5	-4,6	-3,2
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а)[6)]	71,9	63,7	50,9	50,6	40,1	31,8	26,9	34,1	42,2	43,5
Курс динара према долару (просек у периоду)	64,70	57,56	58,44	66,90	67,01	58,39	55,76	67,47	77,91	75,92
Курс динара према долару (крај периода)	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	73,22
Курс динара према евру (просек у периоду)	60,66	65,13	72,70	83,00	84,10	79,96	81,44	93,95	103,04	103,95
Курс динара према евру (крај периода)	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	103,60
Меморандум										
БДП (у млн евра)	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.883	28.815[1)]	7.090[1)]

[1)] Процена НБС.

[2)] Цене на мало до 2006.

[3)] Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

[4)] У складу с *BPM5*, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

[5)] Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.

[6)] Извор: Билтен Министарства финансија РС.

[7)] Од 1. јануара 2010. РЗС, према препорукама Канцеларије УН, увео је општи систем трговине, који представља шири концепт и код извоза и увоза. Обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.

Напомена: Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

Табела B
Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а (април 2011)
(IMF Country Report No. 11/95, April 2011)

	2007.	2008.	2009.	2010. (процена)	2011. (пројекција)
Економска активност, цене и тржиште рада (промена у %)					
Реални раст БДП-а	6,9	5,5	-3,1	1,8	3,0
Реална домаћа тражња (апсорпција)	11,5	6,3	-8,7	-1,5	0,2
Потрошачке цене (просек)	6,5	12,4	8,1	6,2	9,7
Потрошачке цене (крај периода)	11,0	8,6	6,6	10,3	6,0
Номиналне бруто зараде	22,4	16,9	7,4	7,3	8,6
Реалне нето зараде	19,9	4,9	-0,7	1,1	-1,0
Државне финансије (у % БДП-а)					
Приходи	43,5	41,9	40,7	40,3	38,9
Расходи	45,4	44,5	45,0	44,8	42,9
Фискални резултат	-1,9	-2,6	-4,3	-4,5	-4,1
Јавни дуг	35,2	33,4	36,8	44,0	41,1
Монетарни сектор (крај периода, 12-месечна промена, у %)					
M1	25,3	-3,8	8,7	-2,2	23,7
M3[1)]	44,5	9,6	21,8	13,9	26,7
Домаћи кредити недржавном сектору	36,9	35,0	15,9	29,0	14,5
Платни биланс (у % БДП-а)					
Текући биланс	-15,9	-20,9	-6,9	-7,1	-7,4
Извоз робе	22,2	22,2	20,0	25,2	27,9
Увоз робе	45,2	47,6	37,1	41,4	42,0
Трговински биланс	-23,1	-25,4	-17,1	-16,2	-14,1
Капитални и финансијски биланс	18,4	16,3	10,7	2,4	7,6
Спољни дуг	61,8	65,2	76,5	80,7	75,6
од тога: приватни спољни дуг	39,5	46,1	52,0	52,4	48,4
Девизне резерве (у млрд EUR)	9,5	8,2	10,6	9,7	10,0
Реални ефективни курс динара (просечна годишња промена, у %; + указује на апрецијацију)	7,4	4,5	-5,0	-7,7	6,5

[1)] Искључујући стару девизну штедњу.

Додатак: Писмо Народне банке Србије Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља

Београд, 12. април 2011.

ВЛАДА РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ

Мирко Цветковић, председник Владе

Поштовани господине Цветковићу,

Будући да је инфлација шест месеци узастопно изнад дозвољеног одступања од циља, обраћамо Вам се у складу са *Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације између Владе Републике Србије и Народне банке Србије* (тачка 6. став 4), са образложењем зашто инфлација одступа од циља више од дозвољеног, у ком периоду очекујемо да ће се она вратити у оквире дозвољеног одступања од циља, као и које мере је потребно предузети да би се то остварило.

Разлози одступања инфлације од циљаног нивоа

Међугодишња инфлација је у другој половини 2010. и почетком 2011. године забележила снажан пораст, и то са 4,2% у јуну 2010. на 14,1% у марту 2011. године.

Извршни одбор Народне банке Србије процењује да је раст инфлације у том периоду последица у највећој мери изузетно високог раста цена хране, а у мањој мери депрецијације динара и снажног раста регулисаних цена.

Од 9,9 процентних поена колико је износио раст међугодишње инфлације од јуна 2010. до марта 2011. допринос хране износи чак 9,0 процентних поена. То значи да је на инфлацију у том периоду пресудно утицао раст цена хране, који је био последица ниске пољопривредне производње у прошлој сезони, као и знатног раста светских цена хране. С обзиром на високо учешће хране у индексу потрошачких цена, од 37,8%, инфлација у Србији је на ценовне шокове ове групе производа посебно осетљива. Поред тога, због затечених системских решења, цене хране у Србији су знатно нестабилније од тих цена у земљама у окружењу, и то је условило њихов виши раст у последња три тромесечја.

Расту инфлације, иако у мањој мери, привремено је, преко раста увозних цена, допринело слабљење динара у периоду мај – јул 2010. године, што је у највећој мери последица ескалације кризе јавног дуга у неким земљама еврозоне из нашег непосредног окружења и последичног раста премије ризика региона југоисточне Европе, па и Србије.

Такође, расту инфлације допринео је и раст регулисаних цена, нарочито изражен од почетка ове године. Са априлским корекцијама, пре свега електричне енергије, раст регулисаних цена већ у прва четири овогодишња месеца биће у горњој половини планираног распона раста за целу 2011. (7 ± 2%).

Народна банка Србије је ради обуздавања инфлаторних притисака у последњих осам месеци пооштрила монетарну политику. Међутим, с обзиром на јачину и карактер шока, као и изражену нестабилност цена хране, инфлација је и даље изнад границе дозвољеног одступања од циља.

Период у коме се очекује повратак инфлације у оквире дозвољеног одступања од циља

Извршни одбор Народне банке Србије предузеће све што је у његовој надлежности да се инфлација у средњем року врати у оквире дозвољеног одступања од циља. Уколико не дође до непредвиђених шокова, очекујемо да ће инфлација почети да се враћа ка инфлационом циљу од трећег тромесечја 2011, да ће се вратити у границе дозвољеног одступања од циља у првој половини 2012. и да ће се приближити средњој вредности циља до краја те године (циљ за крај 2012. је 4%).

Брзина враћања инфлације ка циљу зависиће у великој мери од успешности пољопривредне сезоне 2011 – 2012. Уколико нова пољопривредна сезона буде уобичајена, знатно смањење инфлације очекује се већ од средине 2011. године. Евентуално лошија пољопривредна сезона од прошлогодишње могла би да одложи и успори процес смањења инфлације.

Мере економске политике за враћање инфлације у оквире дозвољеног одступања од циља

Народна банка Србије је од августа 2010. почела да предузима рестриктивне мере сукцесивним повећањима референтне стопе, са 8% на 12,5%, и изменом одлуке о обавезној резерви, којом је заустављен процес њене релаксације. С падом премије ризика земље и повољнијим кредитним рејтингом, динар је крајем 2010. и почетком 2011. године ојачао према евру, што ће помоћи процесу смањења инфлације.

Уважавајући да је карактер актуелних инфлаторних притисака пресудно опредељен нестабилношћу на тржишту хране, верујемо да делимо став да би, без одлагања, требало да се утврде и реализују системске мере и активности које би допринеле стабилизацији овог тржишта и знатном смањењу нестабилности цена хране. Уз одржавање планиране политике доходака, овим би се допринело ефикасности мера монетарне политике и избегле нагле промене њеног карактера изазване флуктуацијама инфлације и инфлационих очекивања, што би додатно доприносило макроекономској стабилности, очувању раста економске активности и запослености.

Очекујемо да ће се пуни ефекти до сада предузетих мера монетарне политике на инфлацију тек испољити, а Народна банка Србије ће у наредном периоду проценити да ли је потребно додатно заоштравање монетарне политике, узимајући у обзир све инструменте које има на располагању да би се обезбедило враћање инфлације на циљ у средњем року.

С поштовањем,

Дејан Шошкић

Списак графикона и табела

Графикони

II.0.1. Индекс монетарних услова 3
II.0.2. Реални девизни курс и његов тренд 4
II.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд 4

III.0.1. Кретање цена (тромесечни раст) 7
III.0.2. Кретање цена (међугодишњи раст) 7
III.0.3. Базна инфлација по компонентама 8
III.0.4. Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена 8
III.0.5. Допринос међугодишњој стопи раста потрошачких цена 8
III.0.6. Очекивана и циљана инфлација за наредну годину 9
III.0.7. Краткорочна пројекција инфлације 10

IV.1.1. Кретање каматних стопа 13
IV.1.2. Крива приноса на примарном тржишту државних хартија од вредности 13
IV.1.3. Кретање активних каматних стопа 14
IV.1.4. Кретање каматних стопа на динарске кредита привреди 14
IV.1.5. Монетарни агрегати и потрошачке цене 15
IV.1.6. Допринос расту М3 16
IV.1.7. Реална потраживања банака по кредитима и директно задуживање предузећа у иностранству 17
IV.1.8. Доприноси расту пласмана банака 17
IV.1.9. Реална потраживања банака по кредитима и БДП 18
IV.1.10. Учешће индексираних и девизних потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва 18

IV.2.1. Кретање курса динара и интервенције НБС на девизном тржишту 19
IV.2.2. Дневне промене курса динара према евру 20
IV.2.3. Показатељи премије ризика – EMBI по земљама 20
IV.2.4. Кретање курсева одређених националних валута према евру 20
IV.2.5. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала 21
IV.2.6. Структура финансијског биланса 21

IV.3.1. Индекс BELEX 15 22
IV.3.2. Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу 22

IV.4.1. Раст БДП-а и домаће тражње 23
IV.4.2. Доприноси међугодишњем расту БДП-а 23
IV.4.3. Потрошња државе 24
IV.4.4. Извоз и увоз робе 25
IV.4.5. Кретање главних компоненти увоза 26
IV.4.6. Домаћа и увозна инфлација 26
IV.4.7. Кретање цена нафте и бакра 26
IV.4.8. Индекс светских цена хране 26

IV.5.1. Кретање индикатора економске активности 27
IV.5.2. Допринос међугодишњем расту БДП-а 28
IV.5.3. Кретање индустријске производње 28
IV.5.4. Кретање трговине на мало 28
IV.5.5. Производни јаз 28

IV.6.1. Кретање просечних нето зарада 31
IV.6.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији 31
IV.6.3. Незапосленост 31
IV.6.4. Запосленост по секторима 32

IV.7.1. БДП и инфлација у зони евра 33
IV.7.2. Раст БДП-а Србије и најважнијих спољнотрговинских партнера и пројекције 33

V.0.1. Пројектована инфлација 37
V.0.2. Пројекција раста бруто домаћег производа 38
V.0.3. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације 39
V.0.4. Остварење пројекције инфлације из маја 2010. 39

Табеле

III.0.1. Показатељи раста цена 7
III.0.2. Раст потрошачких цена по компонентама 9

IV.1.1. Монетарни агрегати 15
IV.1.2. Субвенционисани кредити 18

IV.4.1. Индикатори кретања инвестиција 25

V.0.1. Претпоставке пројекције 36

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије 41
Табела Б. Основни макроекономски индикатори 42
Табела В. Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а 43

Графикони и табеле у освртима

О 1.1. Инфлација при различитим реакцијама монетарне политике 5
О 1.2. Пројектована инфлација при одговарајућој и агресивној монетарној политици 6
О 1.3. Инфлација при одговарајућим реакцијама монетарне политике на евентуалне инфлаторне шокове у наредном периоду 6

О 2.1. Кретање светске и домаће цене пшенице 11

О 3.1. Реални раст БДП-а 30
О 3.2. Номинални БДП 30

О 4.1. Веза између међугодишњих и месечних стопа инфлације 40

Извор података: Народна банка Србије и Републички завод за статистику, ако друкчије није наведено.

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије* и промене референтне каматне стопе

2010. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
12. јануар	9,50	0
21. јануар	9,50	0
4. фебруар	9,50	0
22. фебруар	9,50	0
5. март	9,50	0
23. март	9,00	-50
8. април	8,50	-50
20. април	8,50	0
11. мај	8,00	-50
19. мај	8,00	0
7. јун	8,00	0
22. јун	8,00	0
2. јул	8,00	0
22. јул	8,00	0
5. август	8,50	+50
19. август	8,50	0
7. септембар	9,00	+50
14. октобар	9,50	+50
11. новембар	10,50	+100
9. децембар	11,50	+100

2011. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
17. јануар	12,00	+50
10. фебруар	12,00	0
10. март	12,25	+25
7. април	12,50	+25
12. мај		
9. јун		
7. јул		
11. август		
8. септембар		
6. октобар		
10. новембар		
8. децембар		

* У складу са Законом о изменама Закона о Народној банци Србије ("Службени гласник РС", бр. 44/2010), Извршни одбор, као орган Народне банке Србије, преузео је сва овлашћења Монетарног одбора Народне банке Србије.

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 2. 2011.

Након разматрања актуелних економских кретања и фебруарске пројекције инфлације, Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 12 одсто.

Извршни одбор је на данашњој седници усвојио и Извештај о инфлацији – фебруар 2011. године, који ће бити објављен 16. фебруара, када ће се одржати његова јавна презентација.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 10. марта 2011. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 3. 2011.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу повећа за 25 базних поена, тако да она од данас износи 12,25 одсто.

Раст цена пољопривредних производа у свету и у Србији и трошковни притисак по овом основу на цене индустријско-прехрамбених производа тренутно је најважнији генератор инфлаторних притисака. Поред цена пољопривредних производа, у порасту су и светске цене нафте и основних метала. Ефекти раста цена увозних производа на инфлацију ублажени су јачањем динара у последња три месеца, као последица пада премије ризика Србије и деловања монетарне политике.

У првим месецима 2011. године на раст потрошачких цена утицаће и раст регулисаних цена, и то пре свега електричне енергије, комуналних услуга и градског превоза.

С друге стране, с обзиром на још увек релативно скроман опоравак економске активности и високу незапосленост, тражња ће и у наредном периоду деловати дезинфлаторно и поред одмрзавања пензија и зарада у јавном сектору почетком године. Такође, претходно предузете мере монетарне политике ће тек постићи свој пуни ефекат у наредном периоду.

Имајући наведено у виду, повећањем референтне каматне стопе за 25 базних поена Народна банка Србије тежи да обезбеди да се инфлација у средњем року нађе у границама утврђених циљева (4,5±1,5% за крај 2011. и 4±1,5% за крај 2012. године).

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 7. априла 2011. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 4. 2011.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу повећа за 0,25 процентних поена, тако да она од данас износи 12,50 одсто.

Извршни одбор је оценио да на стопу инфлације још увек пресудан утицај има неочекивано високи раст цена хране, који је проузрокован светским кретањима, али и затеченим системским решењима у овој области. Истовремено су цене непрехрамбених производа стабилне и у складу са инфлационим циљем.

Извршни одбор оцењује да су инфлаторни притисци високог раста цена прехрамбених производа једнократни и да ће се с новом пољопривредном сезоном, тј. од јула, знатно смањити, што ће деловати дезинфлаторно. У наредном периоду дезинфлаторни утицај имаће и агрегатна тражња.

Повећањем референтне каматне стопе за 0,25 процентних поена Народна банка Србије је одлучна да обезбеди враћање инфлације у средњем року у границе утврђених циљева.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. маја.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ / Народна банка Србије. - 2006- . - Београд (Краља Петра 12) : Народна банка Србије, 2006- (Београд : Завод за израду новчаница и кованог новца “Топчидер”) . - 30 cm

Тромесечно
ISSN 1820-9408 = Извештај о инфлацији (Народна банка Србије)
COBISS.SR-ID 154291980